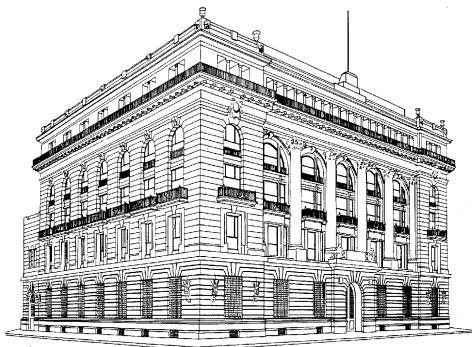


INFORME SOBRE LA POLITICA MONETARIA

***EN EL LAPSO
1º. DE ENERO DE 1998 - 30 DE JUNIO DE 1998***



BANCO^{DE}MEXICO

SEPTIEMBRE DE 1998

GOBERNADOR

GUILLERMO ORTIZ MARTINEZ

SUBGOBERNADORES

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÜEMEZ GARCIA

JESUS MARCOS YACAMAN

JOSE JULIAN SIDAOUI DIB

ADVERTENCIA

Las cifras correspondientes a 1998 son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

Conviene señalar que, aun cuando los datos presentados son congruentes a nivel de cada apartado, al compararse cifras tomadas de distintas secciones pueden aparecer discrepancias. Tales diferencias obedecen a que las cifras pertinentes han sido estimadas con base en fuentes y metodologías distintas.

INDICE

	Pág.
INTRODUCCION.....	1
I. ENTORNO INTERNACIONAL.....	2
II. EVOLUCION DE LA ECONOMIA: PANORAMA GENERAL.....	11
II.1. Actividad Económica	11
II.2. Empleo y Remuneraciones	32
II.3. Sector Externo.....	42
II.4. Finanzas Públicas	61
II.5. Inflación.....	68
III. POLITICA MONETARIA, CAMBIARIA Y MERCADOS FINANCIEROS	88
III.1 Política Monetaria	88
III.2 Política Cambiaria.....	115

III.3	Evolución de los Agregados Monetarios	128
III.4	Mercado de Valores.....	145
IV.	CONSIDERACIONES FINALES.....	148

INTRODUCCION

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 informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre del ejercicio comprendido del 1º de enero al 31 de diciembre de 1998.

Si bien el precepto legal obliga a cubrir en este informe lo ocurrido durante el primer semestre del año, el Banco de México ha decidido presentar un análisis lo más actualizado posible, de acuerdo a la información disponible. Es pertinente advertir que debido a que existen desfases en la producción y divulgación de diferentes estadísticas económicas, no todas las secciones del documento abarcan periodos de tiempo semejantes.

* * *

Toda vez que la adopción y puesta en práctica de una política monetaria adecuada es un elemento necesario, aunque no suficiente, para lograr el abatimiento de la inflación, resulta importante analizar el entorno en que se ha desarrollado dicha política.

Durante este año, las perturbaciones externas que ha resentido la economía mexicana son el factor singular que más ha afectado la evolución de los diferentes indicadores económicos, en particular de las variables nominales como el tipo de cambio, las tasas de interés y por supuesto la inflación. De hecho, la turbulencia financiera internacional que ha estado presente a lo largo de 1998 ha sido calificada por muchos estadistas y académicos como el mayor reto financiero que ha enfrentado el mundo en los últimos cincuenta años. De ahí que sea imposible hacer una evaluación apropiada de la conducción de la política monetaria durante los primeros nueve meses del

año, sin que se aborde en detalle el entorno internacional. La primera sección de este informe se dedica precisamente a cumplir con tal propósito.

El diseño y la aplicación de la política monetaria tiene como marco de referencia obligado el entorno nacional y sus perspectivas. De ahí que en la segunda sección de este documento se haga un repaso detallado de la situación económica del país en el transcurso del año.

La tercera sección se dedica principalmente a la política monetaria, aunque se tratan también la política cambiaria y otros aspectos de los mercados financieros nacionales. En esta sección se profundiza en el análisis del manejo activo que se ha dado de los diversos instrumentos de la política monetaria durante el año, en respuesta principalmente al inusitado entorno externo prevaleciente. Por último, el informe concluye con una serie de consideraciones finales.

I. ENTORNO INTERNACIONAL

El ambiente macroeconómico interno y las condiciones de la economía mundial, en particular de los mercados financieros, condicionan la ejecución de la política monetaria.

Como se enfatizó en la Exposición sobre la Política Monetaria para 1998, al inicio de este año era previsible que se enfrentaran condiciones externas relativamente adversas, derivadas principalmente de la crisis asiática y de la baja en el precio del petróleo de exportación. Se advirtió que la gran volatilidad externa a la que se enfrentaría nuestra economía podría afectar el comportamiento de las principales variables macroeconómicas y generar desequilibrios cuya corrección podría requerir la adopción de medidas especiales de política. Se mencionó en particular que la crisis asiática podría llegar a afectar a la economía mexicana por los siguientes canales:

- a) La crisis de Asia, al provocar una apreciación sustancial de la moneda nacional con respecto a las divisas de varios de los países de dicho continente con los que competimos en el mercado de Estados Unidos, dificultaría el crecimiento de algunas de nuestras exportaciones a ese país y también podría estimular importaciones.
- b) En adición, se estimó que la crisis asiática podría reducir el crecimiento de las economías industrializadas, incluyendo la de Estados Unidos, lo que disminuiría la demanda externa por nuestros productos y presionaría a la baja los precios de las principales mercancías primarias, en particular el petróleo.
- c) La desconfianza difundida entre algunos inversionistas con respecto a la solidez de las economías con mercados emergentes podría afectar negativamente el flujo de recursos a dichas economías, entre las que se encuentra México.

Por lo anterior, en la misma Exposición se estableció que, ante estas circunstancias, las acciones del banco central se deberían apoyar en:

- La flexibilidad de la política monetaria, de tal forma que el instituto emisor estuviera en condiciones de reaccionar a eventos inesperados que puedan afectar en el mediano plazo las expectativas inflacionarias;
- La coordinación con otros elementos de la política económica, en particular con la política fiscal. Ello refleja el reconocimiento de que la política monetaria no puede conseguir por sí sola el abatimiento de la inflación. La estabilización debe ser un objetivo común de la política económica, por lo que se requiere de la colaboración de todos los elementos de ésta, en particular en un entorno de

gran volatilidad de los mercados financieros internacionales. Por último,

- Vigilancia del entorno macroeconómico. Casi sobra señalar que en un ambiente cambiante el instituto central debe mantener una actitud vigilante. Esto, con el objeto de detectar perturbaciones desestabilizadoras y de ser necesario actuar en consecuencia tanto en lo individual como en coordinación con otras entidades públicas.

En 1998 el Banco de México se ha apegado a estos principios, como se demuestra más adelante. La vigilancia del entorno macroeconómico, sobre todo del externo, ha requerido de particular atención, dado el ambiente internacional tan volátil que ha prevalecido durante el transcurso del año. Este ambiente, de hecho, ha sido considerablemente más adverso que el que se tenía contemplado.

En la Exposición de la Política Monetaria para 1998, como ya se ha dicho, se anticiparon condiciones externas desfavorables, derivadas de la crisis asiática y de la baja en el precio del petróleo. Sin embargo, la turbulencia internacional ha alcanzado dimensiones imprevistas. La crisis asiática contagió a otras regiones del mundo --principalmente a economías emergentes como Rusia--. Los precios de las materias primas han caído en general (no sólo el precio del petróleo) y se ha producido una gran contracción en la oferta de recursos financieros para países en desarrollo. Las grandes instituciones financieras internacionales han incurrido en importantes pérdidas y las expectativas de actividad económica se han revisado a la baja para todas las regiones del orbe. Así, la duración y magnitud de las perturbaciones del exterior han superado con mucho las previsiones tanto de la Junta de Gobierno del Banco de México como de prácticamente todos los analistas y observadores internacionales.

De hecho, el factor más relevante en el ámbito internacional durante el primer semestre de 1998 ha sido la profundización de la crisis asiática. El núcleo de esta problemática radica en Japón. Este país, con la segunda economía más grande del mundo, está sumido en una profunda recesión, en buena parte debido a la crisis bancaria de gran magnitud presente desde hace ya varios años (algunos analistas estiman que las pérdidas del sistema bancario japonés alcanzan ya un tercio del PIB de ese país). Esta situación ha redundado en una significativa contracción de las importaciones japonesas –tanto de materias primas como de productos terminados–, lo cual ha impulsado a la baja los precios internacionales de esas mercancías. Lo anterior ha incidido primordialmente en una contracción de las exportaciones de otros países asiáticos, por lo que el valor de éstas se ha visto afectado tanto por consideraciones de precio como de cantidad. A su vez, la debilidad de las instituciones financieras japonesas ha inducido una fuerte contracción de recursos externos hacia el resto de Asia –principalmente al Sureste Asiático. El círculo vicioso se cierra con los problemas financieros, de balanza de pagos y de actividad económica resultantes de lo anterior en la mayoría de los países asiáticos, lo que han provocado a su vez una contracción sustancial de sus importaciones de Japón, afectando la situación de éste.

En el contexto de este proceso, Indonesia ya incumplió con sus pagos de deuda con el exterior y su divisa se ha depreciado en el año alrededor de 100 por ciento. Las divisas de otros países de la región también se han visto presionadas, incluso de países tradicionalmente de gran fortaleza económica y financiera, como Australia y Nueva Zelandia (sus monedas se han depreciado frente al dólar en 11.0 y 16.2 por ciento, respectivamente).

Otras divisas que han estado bajo gran presión han sido las de China y Hong Kong. Las exportaciones de estos países se han visto afectadas por la depreciación del tipo de cambio de las economías del Sureste Asiático y de Corea, lo que a su vez ha reducido sustancialmente la actividad económica y los niveles

de empleo. En consecuencia, en los mercados financieros se han creado expectativas de una posible devaluación futura tanto del dólar de Hong Kong como del yuan de China por motivos competitivos. Como es obvio, dichas expectativas han inducido movimientos al alza en las tasas de interés locales, lo que a su vez ha afectado aún más la actividad económica. Así pues, Hong Kong y China han permanecido como focos de gran tensión en Asia.

La prolongada crisis financiera y económica en Asia ha venido causando grandes pérdidas a inversionistas institucionales y bancos internacionales, lo que los ha forzado desde el inicio del año a reevaluar constantemente sus carteras de activos externos, particularmente de aquellos que tienen riesgo con países con economías emergentes. El resultado ha sido una contracción generalizada de recursos para países en desarrollo, lo que a su vez ha facilitado el contagio de la crisis asiática. A este respecto, desde mediados del año la atención se empezó a centrar en Rusia. Este país se vio afectado por la recesión japonesa, la caída de sus términos de intercambio, su débil situación fiscal y la frágil condición de su sistema financiero. La acelerada amortización de obligaciones internas y externas, junto con la subsecuente caída de los activos internacionales rusos, condujeron a que a mediados de agosto la cotización del rublo se colapsara. Finalmente, la concurrencia de todos esos factores produjo la declaración de moratoria para la deuda interna y externa, el establecimiento de controles de capital y que se entrara de facto en una situación de hiperinflación.

El severo deterioro de la economía de Rusia ha sido muy traumática para los mercados financieros internacionales. Sin duda, muchos inversionistas del exterior incurrieron en pérdidas millonarias --con particular incidencia en los países industrializados, sobre todo Alemania y Estados Unidos--, lo que produjo la contracción de los recursos hacia otros mercados de países emergentes. Pero quizá la consecuencia más seria del colapso ruso, fue que indujo un cambio cualitativo muy

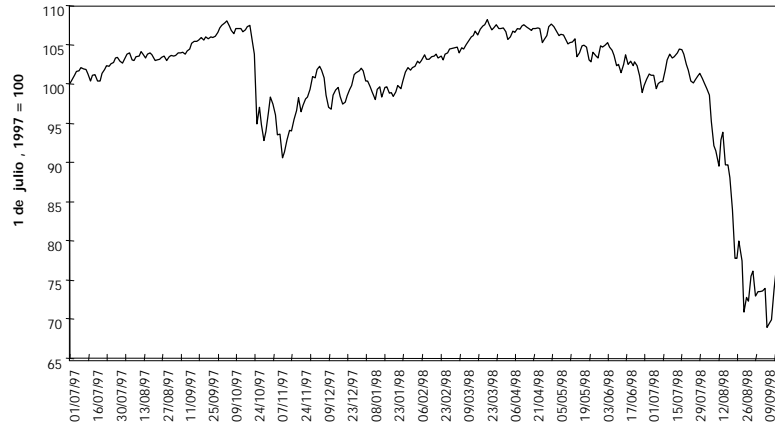
importante en la forma con la que miran los participantes en los mercados financieros internacionales al riesgo soberano. Al no habersele extendido un apoyo internacional efectivo a Rusia (por parte del Fondo Monetario Internacional y principalmente los países del G-7,), se rompió con una falsa sensación de seguridad de invertir en muchos países, en particular en los que intrínsecamente se encuentran débiles. El mensaje para los inversionistas de lo sucedido en Rusia es claro: ya no pueden contar a ciencia cierta con paquetes de rescate del exterior.

Esta situación ha causado una nueva fuga de capitales de las economías emergentes, en particular de aquéllas que se caracterizan por tener finanzas públicas desequilibradas, sistemas financieros débiles y regímenes cambiarios de fijación. Este fenómeno ha afectado particularmente a Latinoamérica como región: Ecuador y Colombia han devaluado recientemente, mientras que las monedas de Brasil y Venezuela se encuentran sujetas a grandes presiones.

El episodio más reciente en esta secuencia de turbulencia internacional, lo representa la aparición de evidencias que indican que la economía de los Estados Unidos está empezando a resentir el adverso entorno externo. Un indicio de que la actividad económica estadounidense se está desacelerando es, por ejemplo, la caída de sus exportaciones manufactureras a Asia. Además, el déficit en cuenta corriente ha alcanzado su magnitud más grande cuando menos en los últimos diez años, y la salud de varias de sus instituciones financieras se ha visto afectada, principalmente por pérdidas en sus operaciones en economías emergentes. Esto último también augura menores recursos disponibles para países en desarrollo.

Una manifestación de las expectativas en los mercados financieros internacionales respecto al futuro de las economías con mercados emergentes, se ilustra en la gráfica 1. Ahí se muestra la abrupta caída reciente en el índice de precios de los instrumentos denominados en dólares emitidos por una muestra amplia de países en esa condición.

GRAFICA 1
**INDICE DE PRECIOS DE TITULOS EMITIDOS POR
 PAISES CON ECONOMIAS EMERGENTES***



* Este índice, denominado EMBI + y construido por J.P. Morgan, considera instrumentos denominados en moneda extranjera emitidos por países con mercados emergentes: Bonos Brady, préstamos, Eurobonos e instrumentos del mercado local denominados en USD, e incorpora los pagos de cupones que los instrumentos correspondientes van haciendo en el tiempo. Los países que se incluyen son los siguientes: Argentina, Brasil, Bulgaria, Ecuador, México, Marruecos, Nigeria, Panamá, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia y Venezuela.

Fuente: Bloomberg.

El deterioro de los mercados financieros internacionales ha tenido un impacto considerable sobre las expectativas de comportamiento de la economía mundial para 1998 y 1999. Como evidencia de que la intensificación de la crisis financiera global ha sido un fenómeno que no fue totalmente anticipado, es pertinente observar la evolución que han tenido durante el año, y en particular durante los últimos cuatro meses, los pronósticos del Fondo Monetario Internacional sobre el crecimiento económico mundial y regional para 1998 y 1999 (ver cuadro 1). En mayo de 1998, el citado organismo pronosticaba un crecimiento económico mundial de 3.1 y 3.7 por ciento para 1998 y 1999, respectivamente. Cuatro meses después, esos pronósticos se habían ajustado a crecimientos de 2.0 y 2.5 por ciento, respectivamente. De mayo a septiembre, los cambios más importantes en las expectativas del Fondo Monetario Internacional respecto al crecimiento económico de las regiones se registraron para Japón, cuyo pronóstico de crecimiento esperado para 1998 se redujo en 2.5 puntos porcentuales. A su vez, los pronósticos de crecimiento

económico para Rusia se ajustaron a la baja en 7 y 7.9 puntos porcentuales para 1998 y 1999, respectivamente. Los pronósticos de crecimiento para los países latinoamericanos se han modificado sólo marginalmente a la baja para 1998 pero mucho más significativamente para 1999.

Destaca de manera singular el significativo deterioro de 12.1 puntos porcentuales que ha tenido desde diciembre de 1997 el pronóstico de crecimiento económico para 1998 de las economías asiáticas en crisis (ASEAN -4). A lo largo del año este pronóstico se ha ido ajustando a la baja en vista de que no se vislumbra una salida a los problemas que afectan a esos países.

CUADRO 1
PROYECCIONES DE CRECIMIENTO ECONÓMICO DEL FMI
En por ciento anual

	Proyecciones actuales (22 de septiembre)		Diferencia con respecto a las proyecciones de mayo de 1998		Diferencia con respecto a las proyecciones de diciembre de 1997
	1998	1999	1998	1999	1998
Producto Mundial	2.0	2.5	-1.1	-1.2	-1.5
Economías desarrolladas	.0	1.9	-0.4	-0.6	0.5
Estados Unidos	35	20	0.6	-0.2	1.1
Japón	-2.5	0.5	-2.5	-0.8	-3.6
Economías asiáticas recientemente industrializadas	-2.9	0.7	-4.7	-3.8	-6.5
Países en desarrollo	2.3	3.6	-1.8	-1.7	-2.6
Asia	1.8	3.9	-2.6	-2.0	-3.9
ASEAN-4 ¹	-10.4	-0.1	-7.7	-2.6	-12.1
Medio Oriente y Europa	2.3	2.7	-1.0	-1.3	-0.7
América Latina	2.8	2.7	-0.6	-1.6	-0.7
Países en transición	-0.2	-0.2	-3.1	-3.6	-3.6
Rusia	-6.0	-6.0	-7.0	-7.9	n.d.

Fuente: World Economic Outlook, mayo y octubre de 1998.

¹ Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

Por otro lado, el Fondo Monetario Internacional estima que los flujos netos de capital privado hacia las economías en desarrollo, en transición y asiáticas recientemente industrializadas caerán de 123,000 millones de dólares en 1997 a 57,000 millones en 1998 y se recuperarán a 130,000 millones en 1999. Para el caso de Latinoamérica, se espera que

en 1998 los flujos se reduzcan de 87,000 millones de dólares a 75,000 millones y alcancen 66,000 millones en 1999 (ver cuadro 2).

CUADRO 2
**FLUJOS NETOS DE CAPITAL PRIVADO A PAÍSES EN
DESARROLLO, EN TRANSICIÓN Y ECONOMÍAS ASIÁTICAS
RECIENTEMENTE INDUSTRIALIZADAS¹**

Miles de millones de dólares

	1996	1997	1998	1999
Flujo neto de capital privado ²				
Total	214.9	123.5	56.7	129.2
Países en desarrollo	190.4	139.0	65.6	116.1
África	5.4	14.0	6.4	13.4
Asia	99.0	28.8	-44.3	11.0
Medio Oriente y Europa	4.2	8.7	28.4	25.2
América Latina	81.8	87.5	75.2	66.6
Países en Transición	16.2	22.7	20.0	31.1
Economías Asiáticas Recientemente Industrializadas ³	8.4	-38.3	-29.0	-18.0

¹ El flujo de capitales netos comprende inversión directa neta, inversión de portafolio neto y otros flujos de inversión de corto y de largo plazo, incluidos préstamos oficiales y privados.

² Por limitación en los datos, otras inversiones netas podrían incluir algunos flujos oficiales.

³ Hong Kong SAR, Corea, Singapur y Provincia de China Taiwan.

Fuente: World Economic Outlook, FMI, Octubre 1998.

No hay duda de que la turbulencia mundial ha incidido sobre la evolución económica de México. Como ya se mencionó, en la Exposición sobre la Política Monetaria para 1998 se habían anticipado tres canales de transmisión para los choques externos.

Durante el primer semestre de 1998, las exportaciones no petroleras mantuvieron un crecimiento acelerado, aunque debe advertirse que a últimas fechas éstas han venido incrementándose a tasas menores. El hecho de que la actividad económica en los principales países industrializados no se haya desacelerado significativamente (salvo por el caso de Japón), seguramente ha beneficiado a las ventas externas de productos mexicanos. Sin embargo, la crisis asiática ha tenido una influencia negativa sobre el precio internacional del crudo y de

otras mercancías (incluyendo manufacturas), lo cual ha repercutido en una reducción del valor de las exportaciones.

El canal de transmisión de la crisis que ha resultado más importante, es aquél que opera a través de los flujos de capital. La incertidumbre causada por la crisis asiática y por los demás eventos que han incrementado las turbulencias en los mercados financieros internacionales, ha generado una contracción importante en los flujos de capital hacia todos los mercados emergentes, incluido México. Esta situación se ha reflejado en una depreciación considerable del tipo de cambio de la moneda nacional con respecto al dólar. A su vez, ello ha incidido en una inflación mayor a la prevista, expectativas inflacionarias más elevadas, alzas de las tasas de interés y una incipiente desaceleración de la actividad económica. Lógicamente, en el transcurso del año el Banco de México ha ajustado su política monetaria en respuesta a estos eventos. De ahí que sea clave entender el entorno externo en que se desarrolló la política monetaria.

En la sección III de este documento se analizan con todo detalle las medidas adoptadas por el Banco de México y se precisa aún más el entorno externo en el que se instrumentaron.

II. EVOLUCION DE LA ECONOMIA: PANORAMA GENERAL

II.1. Actividad Económica

Los aspectos más destacados de la evolución de la actividad económica de México en lo transcurrido de 1998 han sido los siguientes:

- a) el alto crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) real durante el primer semestre del año, no obstante el entorno económico internacional adverso que ha enfrentado el país;

- b) el aumento pronunciado del consumo privado, que favoreció al consumo per cápita, aunque al superar su ritmo de crecimiento al del PIB, generó una reducción en la tasa de ahorro interno;
- c) el vigor del gasto de inversión privada, que resultó el componente más dinámico de la demanda agregada;
- d) la evolución positiva de la producción en la mayoría de los sectores, con la excepción del agropecuario que se vio afectado por condiciones climáticas adversas;
- e) el extraordinario desempeño del sector manufacturero, que para agosto alcanzó 38 meses con incrementos consecutivos de su volumen de producción; y
- f) en general, la incidencia poco significativa que, hasta ahora, han tenido las fuertes perturbaciones externas en el crecimiento económico nacional. No obstante, la información disponible correspondiente a julio y ciertos datos oportunos referentes a agosto, muestran que el ritmo de expansión de la producción se ha desacelerado respecto al alcanzado en la primera parte del año. En todo caso, se espera que el ritmo más moderado de crecimiento de la actividad económica en la segunda parte del año, superará al que se estima para la economía mundial en su conjunto, además de que permitirá continuar generando nuevos empleos.

* * *

Durante 1998 la evolución de la actividad económica en México ha sido positiva, no obstante que desde el cuarto trimestre del año anterior el entorno internacional ha sido francamente desfavorable.

De acuerdo con información del Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (INEGI), en el primer semestre de 1998 el PIB de México registró un crecimiento anual de 5.4 por ciento, medido a precios constantes. Este resultado estuvo conformado por crecimientos de 6.6 por ciento en el primer trimestre y de 4.3 por ciento en el segundo trimestre, con respecto a sus niveles correspondientes del año pasado (ver cuadro 3). Un factor que influyó en el descenso observado, fue la ocurrencia diferente de la Semana Santa: este año se celebró en el segundo trimestre.

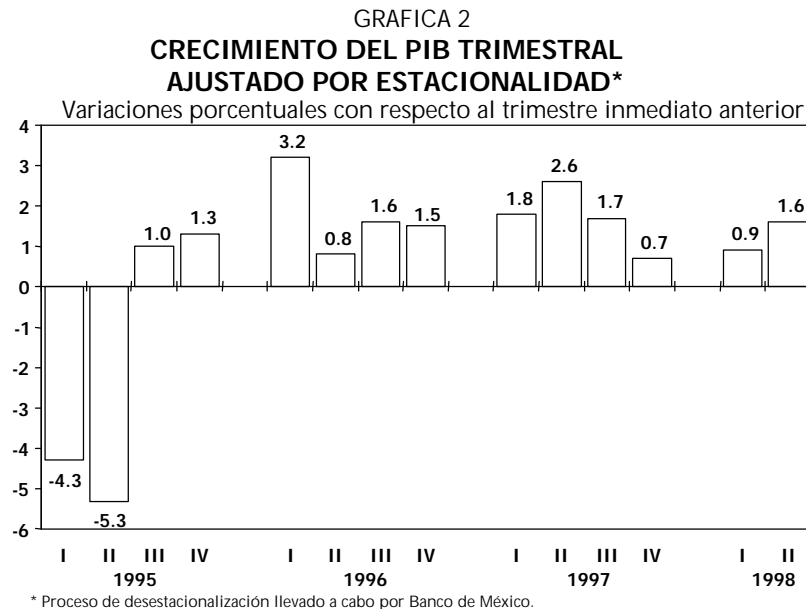
CUADRO 3
PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL TRIMESTRAL
Variaciones porcentuales

		Con respecto al mismo trimestre del año anterior		Con respecto al trimestre anterior	
		Original	Desestacionalizada	Original	Desestacionalizada
1995	I	-0.4	-0.6	-7.3	-4.3
	II	-9.2	-9.1	-5.0	-5.3
	III	-8.0	-7.8	-3.6	1.0
	IV	-7.0	-7.2	9.4	1.3
1996	I	0.1	0.1	-0.2	3.2
	II	6.5	6.5	1.1	0.8
	III	7.1	7.1	-3.0	1.6
	IV	7.1	7.2	9.4	1.5
1997	I	4.9	5.8	-2.3	1.8
	II	8.6	7.6	4.7	2.6
	III	7.9	7.7	-3.6	1.7
	IV	6.7	6.7	8.2	0.7
1998	I	6.6	5.9	-2.4	0.9
	II	4.3	4.9	2.4	1.6

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

Es pertinente recordar que el PIB comenzó a registrar variaciones anuales positivas a partir del primer trimestre de 1996, de manera que al segundo trimestre de 1998 ya había alcanzado diez trimestres consecutivos de crecimiento. Si se analizan las variaciones porcentuales del PIB desestacionalizado, con respecto al trimestre inmediato anterior, se observa que la recuperación del producto se inició en el tercer trimestre de 1995, de manera que para el segundo trimestre de 1998, ya se habían alcanzado tres años completos de aumento ininterrumpido (ver cuadro 3 y gráfica 2). En el primer

trimestre de 1998, el PIB registró un incremento de 0.9 por ciento con respecto al periodo precedente, mientras que en el segundo su aumento fue mayor, de 1.6 por ciento (ambas cifras están desestacionalizadas).



Lo anterior sugiere que, en general, durante el primer semestre de 1998 la actividad económica continuó desarrollándose de una manera significativa, a pesar de la pronunciada caída de los ingresos por exportación de petróleo y de la mayor competencia de los productos provenientes de Asia. La reducción del precio internacional del petróleo contrajo de manera inmediata los ingresos del Gobierno Federal, por lo que fue necesario efectuar ajustes en el gasto para mantener finanzas públicas sanas. En el caso de la mayor competencia de productos asiáticos, hasta la fecha su impacto general ha sido relativamente pequeño. En este contexto, cabe comentar que las empresas manufactureras han informado al Banco de México, a través de sus respuestas a encuestas periódicas que se recogen en dicho sector, que la sustitución de

bienes mexicanos por productos asiáticos en el mercado interno ha sido limitada, y que sus exportaciones no se han visto afectadas de manera notable en sus mercados del exterior (principalmente Estados Unidos) por un desplazamiento a favor de productos provenientes de Asia.

En 1998, la expansión del producto se ha sustentado tanto en la demanda interna como en las ventas al exterior, destacando la expansión del gasto del sector privado en consumo y en inversión. En el primer semestre del año en curso, el gasto privado, medido a precios constantes, aumentó 11.2 por ciento con relación al mismo periodo del año pasado (13.4 y 9.3 por ciento en el primero y segundo trimestres). Por su parte, el gasto del gobierno en consumo e inversión se contrajo en 5.4 por ciento. Esto fue consecuencia de los ajustes en finanzas públicas necesarios para alcanzar dos propósitos: por un lado, conservar finanzas públicas sanas, evitando una ampliación del déficit que presionara al alza las tasas de interés internas, y, por el otro, acomodar el gasto agregado de la economía, de manera que el déficit de la cuenta corriente se mantuviera en niveles moderados como proporción del PIB.

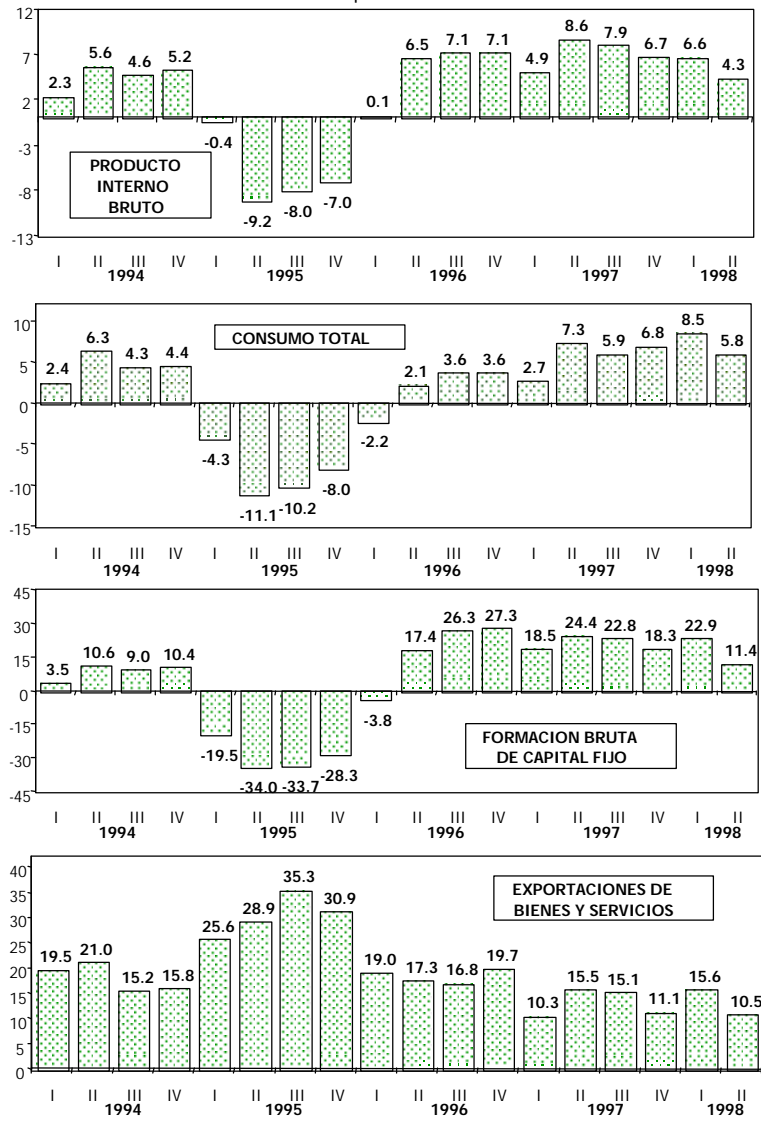
Durante el primer semestre de 1998, la oferta y la demanda agregadas, medidas a precios constantes, aumentaron 8.3 por ciento (ver cuadro 4). Un componente de la demanda que contribuyó de manera importante al crecimiento del producto fue el gasto de consumo, mismo que se incrementó en 7.1 por ciento y alcanzó así una proporción del PIB del 77.3 por ciento. Este gasto registró un mayor dinamismo en el primer trimestre, al crecer 8.5 por ciento con relación al mismo lapso del año precedente; su tasa de crecimiento fue de 5.8 por ciento en el segundo trimestre (ver gráfica 3). El aumento del consumo en el primer semestre se originó principalmente en el gasto privado, el cual creció 8.5 por ciento, mientras que el del sector público disminuyó en 1.8 por ciento. El gasto de consumo en la adquisición de bienes duraderos mostró un fuerte dinamismo, al crecer 18.1 por ciento en el primer semestre, mientras que el

correspondiente a bienes no duraderos lo hizo en 8.5 por ciento. Por su parte, el consumo en servicios también presentó un aumento significativo, de 6.4 por ciento.

Varios factores contribuyeron a la expansión del gasto de consumo privado en la primera mitad de 1998. El aumento de la actividad económica y su impacto en el empleo produjeron un mayor ingreso disponible de los individuos y familias y, consecuentemente, acrecentaron su capacidad de gasto en bienes nacionales y del exterior. La mejoría de las remuneraciones reales de los trabajadores en distintos sectores, también fortaleció su capacidad de gasto. A lo anterior habría que adicionar que en la primera mitad del año se observó una incipiente recuperación del crédito al consumo, tanto del proveniente del sistema bancario como del otorgado por los establecimientos comerciales y empresas de autofinanciamiento. Todos estos factores contribuyeron a que, en el primer trimestre, el consumo privado haya registrado un crecimiento anual de 10.1 por ciento --la tasa más alta desde que se tiene información¹ trimestral--, mientras que en el segundo trimestre éste fue de 7.1 por ciento, con lo que se acumularon nueve trimestres consecutivos en los que esta variable observó tasas anuales de crecimiento positivas. En todo caso, el consumo privado como proporción del PIB continúa a niveles relativamente bajos con respecto al principio de los noventa, como se puede observar en la gráfica 4. Por su parte, el gasto de consumo del gobierno observó una reducción de 2.1 por ciento en el segundo trimestre de 1998 respecto a igual periodo del año anterior. Al conjuntar este resultado con la disminución que ya había registrado en el primer trimestre, resulta que el consumo del gobierno se redujo 1.8 por ciento en la primera mitad de 1998 con relación al mismo lapso de 1997.

¹ Las cifras sobre el consumo privado trimestral se comenzaron a reportar en 1980.

GRAFICA 3
PIB, CONSUMO TOTAL, FORMACION BRUTA DE CAPITAL Y EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS
 Variaciones porcentuales anuales

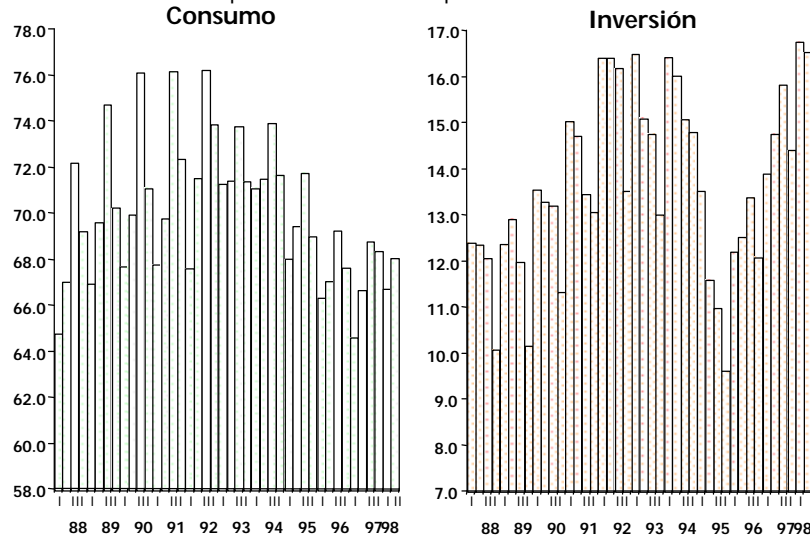


CUADRO 4
OFERTA Y DEMANDA AGREGADAS
 Variaciones porcentuales anuales con respecto al
 mismo periodo del año anterior

	1995	1996	1997			1998
			I Sem.	II Sem.	Anual	I Sem.
Oferta Agregada	-7.8	8.1	9.5	10.3	9.9	8.3
PIB	-6.2	5.2	6.7	7.3	7.0	5.4
Importaciones B. y S.	-15.0	22.8	22.0	22.0	22.0	19.9
Demanda Agregada	-7.8	8.1	9.5	10.3	9.9	8.3
Consumo Total	-8.4	1.8	5.1	6.4	5.7	7.1
Privado	-9.5	2.2	5.1	7.6	6.3	8.5
Público	-1.3	-0.7	4.9	-1.1	1.8	-1.8
Inversión Total	-29.0	16.4	21.6	20.4	20.9	16.8
Privada	-31.2	15.3	23.9	27.5	25.7	23.6
Pública	-19.8	20.3	10.4	1.0	4.3	-19.0
Exportaciones B. y S.	30.2	18.2	13.0	13.0	13.0	13.0

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

GRAFICA 4
CONSUMO E INVERSION PRIVADA
 Proporciones del PIB a precios constantes



En la primera mitad de 1998, el componente más dinámico de la demanda agregada fue el gasto de capital del sector privado. Este comportamiento favorable ha permitido que,

como proporción del PIB, la inversión alcance su nivel más elevado en los últimos años (ver gráfica 4).

Conviene recordar que la expansión de la inversión no sólo tiene un impacto positivo inmediato en el crecimiento del producto, sino además posibilita que éste siga avanzando en el futuro a un ritmo alto, al acrecentar la capacidad de producción. A su vez, esto fortalece la productividad del trabajo y hace factibles aumentos de las remuneraciones reales.

Durante el primer semestre del presente año, la formación bruta de capital fijo del sector privado aumentó 23.6 por ciento con relación al mismo periodo del año precedente. Destaca su avance en el primer trimestre, en que creció 28.5 por ciento, una de las tasas más altas de que se tiene registro (a partir de 1980) y que, de hecho, resultó insostenible. En el segundo trimestre, dicho gasto creció a una tasa anual de 19.2 por ciento. Todos los renglones que integran al gasto de inversión mostraron crecimiento en el primer semestre: la construcción aumentó 6.2 por ciento, mientras los gastos en bienes de capital producidos internamente y los de origen importado lo hicieron en 35.0 y 23.4 por ciento, respectivamente. Es pertinente mencionar --como se detalla en la sección del sector externo-- que la adquisición de bienes de capital de origen importado registró un aumento importante, tanto la efectuada por empresas exportadoras como por aquéllas que orientan su producción al mercado interno.

El gasto de inversión privada se vio fomentado en el primer semestre por diversos factores, destacando entre ellos: una expansión significativa de las ventas de las empresas, que dio lugar a mayores utilidades de operación; la persistencia de los avances en la eficiencia y competitividad de las empresas, como reflejo de su mayor productividad; la disponibilidad de recursos del exterior, que atenuaron la restricción presupuestal de la economía; y una modesta reactivación del crédito bancario interno, misma que comenzó a finales del año pasado. La reactivación de la demanda de crédito por parte de las empresas

fue posible por la mejoría de su posición financiera, que se ha reflejado en menores cocientes (índices) de apalancamiento. Es muy importante destacar que durante gran parte de los primeros ocho meses del año, prevaleció en el sector privado la percepción de un clima de negocios positivo (esto se detalla más adelante), a pesar de que la economía mexicana ha enfrentado un escenario económico internacional muy adverso.

Como se mencionó anteriormente, durante 1998 el Gobierno Federal se vio en la necesidad de llevar a cabo medidas de ajuste, con el propósito de enfrentar la disminución en sus ingresos, asociada a la caída del precio internacional del crudo mexicano de exportación. De ahí que, a lo largo del año, el gasto del gobierno en diversos proyectos de inversión haya reducido su ritmo de ejecución, y en otros, se decidió posponerlo. En efecto, en el primer semestre el gasto de capital del sector público disminuyó 19.0 por ciento, medido a precios constantes, con relación al mismo lapso del año pasado. Los renglones más afectados fueron la exploración y perforación de pozos petroleros, así como algunas obras civiles.

Sin embargo, el proceso no impidió que el Gobierno dedicara montos importantes de sus erogaciones a una diversidad de rubros de inversión con un alto contenido social y redistributivo, tales como los correspondientes a los ramos de educación (aulas y talleres) y salud. En el ámbito de comunicaciones y transportes, el gasto se orientó a la reconstrucción y conservación de tramos carreteros troncales y al reforzamiento de un número importante de puentes en diversos estados del territorio nacional. Asimismo, cabe mencionar que se han efectuado erogaciones varias destinadas a acrecentar la infraestructura de generación de electricidad.

Los tres ajustes fiscales llevados a cabo hasta ahora han tenido un efecto moderado en la actividad económica. El menor valor de la exportación de petróleo ciertamente deterioró los términos de intercambio de nuestro país y, por ende, sus ingresos. Sin embargo, los citados ajustes, al

mantener el objetivo anual original de finanzas públicas, han evitado que el sector público genere una demanda adicional de recursos financieros que implique un incremento de la deuda pública. Esa mayor demanda de recursos del gobierno hubiera provocado alzas de las tasas de interés y habría desplazado el gasto de inversión del sector privado. El mantenimiento de la disciplina fiscal también es muy importante para el sostenimiento de un clima de confianza, que fomente la inversión del sector privado y que favorezca los flujos de recursos de largo plazo del exterior.

En los años recientes, las exportaciones de bienes y servicios han desempeñado un papel muy importante, primero en iniciar la reactivación del crecimiento económico y luego en contribuir a su sostenimiento. En 1998 las exportaciones continuaron aportando al crecimiento económico, al elevarse durante el primer semestre 13.0 por ciento. Este ritmo fue similar al observado en el mismo lapso de 1997, lo que condujo a que las exportaciones aumentaran de nuevo como proporción del PIB, al pasar de 28.3 puntos porcentuales en 1997 a 29.4 puntos porcentuales en el primer semestre de 1998. La expansión de las exportaciones se ha sustentado en los ajustes estructurales que se han instrumentado en nuestro país, en un proceso muy intensivo de inversión en diferentes sectores productivos y en los consecuentes avances en la productividad logrados por las empresas manufactureras.

Así pues, el crecimiento económico de 5.4 por ciento registrado en el primer semestre del año se sustentó tanto en la mayor demanda interna como en la mencionada expansión de las exportaciones de bienes y servicios. La contribución de ambos factores (netas de su contenido importado) a dicho crecimiento se recoge en el cuadro 5. Resalta que durante el primer semestre de 1998 la demanda interna continuó realizando la mayor aportación al crecimiento del producto, mientras que la proveniente de las exportaciones de bienes y servicios se mantuvo en un nivel significativo.

CUADRO 5
**CONTRIBUCION DE LOS COMPONENTES DE LA DEMANDA
 AGREGADA AL CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB REAL**

Periodo	Crecimiento del PIB Real (1) = (2) + (3)	Crecimiento Originado en la:	
		Demanda Interna *	Demanda Externa = Exportaciones Netas**
1995	-6.2	-9.2	3.0
1996	5.2	3.6	1.6
1997	7.0	5.8	1.2
1998 I Sem.	5.4	3.9	1.5

* Demanda interna neta de importaciones.

** Exportaciones netas de su contenido importado.

La tendencia creciente que había mostrado la tasa de ahorro interno a partir de 1995 se detuvo en el primer semestre de 1998, al registrar una reducción con relación a la observada en el mismo lapso del año pasado. Ello fue reflejo de que en el primer semestre del presente año el consumo agregado creció a una tasa mayor que la del producto, no obstante que la expansión de este último fue notable. El dinamismo del consumo se originó del incremento del consumo privado.

La disminución de la tasa de ahorro interno condujo a que se acrecentara la participación del ahorro externo --medido por el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos-- en el financiamiento del gasto agregado de inversión. En el primer semestre de 1998, el financiamiento de la formación bruta de capital, expresado como proporción del PIB, ascendió a 24.5 por ciento. La tasa de ahorro interno representó 21.2 por ciento del PIB, por lo que la diferencia --3.3 puntos porcentuales del PIB-- fue cubierta con ahorro externo (ver cuadro 6). Debe mencionarse que a pesar de la disminución de la tasa de ahorro interno, todavía es mayor que la alcanzada en el periodo 1993-94. En todo caso, es previsible que la tendencia decreciente del ahorro no continúe, dado que se espera que se modere el ritmo de crecimiento del consumo privado en los siguientes meses.

CUADRO 6
AHORRO E INVERSIÓN
Proporciones del PIB a precios corrientes

Concepto	1993	1994	1995	1996	1997 Anual	1997 ^p I Sem.	1998 ^p I Sem.
Formación Bruta de Capital Fijo(FBCF)	18.6	19.4	16.2	18.0	19.5	18.4	20.6
Variación de existencias	2.4	2.4	3.7	5.3	6.9	9.4	3.9
Financ. de la Form. Bruta de Capital *	21.0	21.8	19.9	23.3	26.4	27.8	24.5
Ahorro Externo	5.8	7.1	0.5	0.6	1.8	0.7	3.3
Ahorro Interno Bruto	15.2	14.7	19.4	22.7	24.6	27.1	21.2
FBCF menos Ahorro Externo	12.8	12.3	15.7	17.4	17.7	17.7	17.3

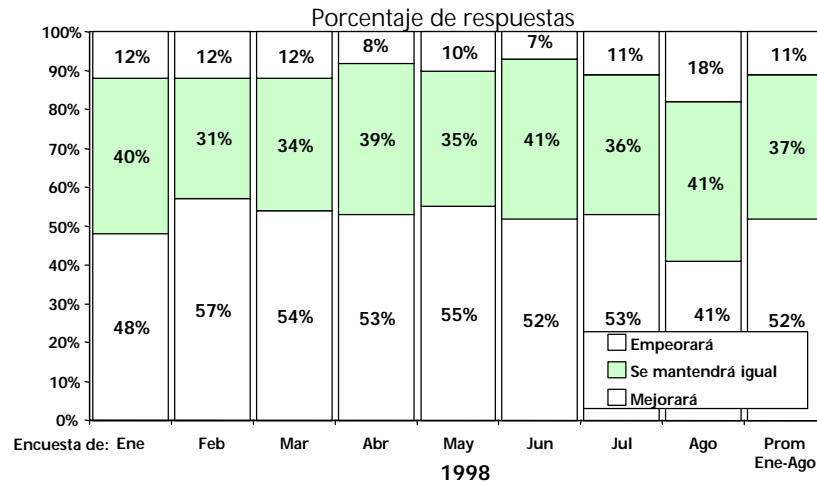
* Incluye variación de existencias.

^p Preliminar.

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.

Diversos indicadores sugieren que, no obstante el adverso escenario internacional que ha enfrentado el país en los primeros ocho meses del año, en la mayor parte de ese periodo persistió una opinión favorable sobre el clima de negocios y, en general, sobre las perspectivas de la economía mexicana (ver gráfica 5). En particular, la percepción de una diversidad de empresas del sector manufacturero --misma que es recogida por este instituto central mediante la Encuesta Mensual de Coyuntura-- es que durante el periodo enero-agosto de 1998 prevaleció un ambiente propicio para sus actividades productivas (ver cuadro 7). Asimismo, la mayoría de las firmas encuestadas señaló que a lo largo de ese periodo su situación financiera mejoró. Cabe comentar que, en agosto, existía menor optimismo entre los grupos de análisis económico del sector privado, cuya opinión es recogida también mediante una encuesta de expectativas que levanta mes a mes el Banco de México.

GRAFICA 5
**EXPECTATIVAS EN EL SECTOR MANUFACTURERO,
 PARA EL CLIMA DE LOS NEGOCIOS QUE PREVALECERA
 DURANTE LOS SIGUIENTES SEIS MESES**

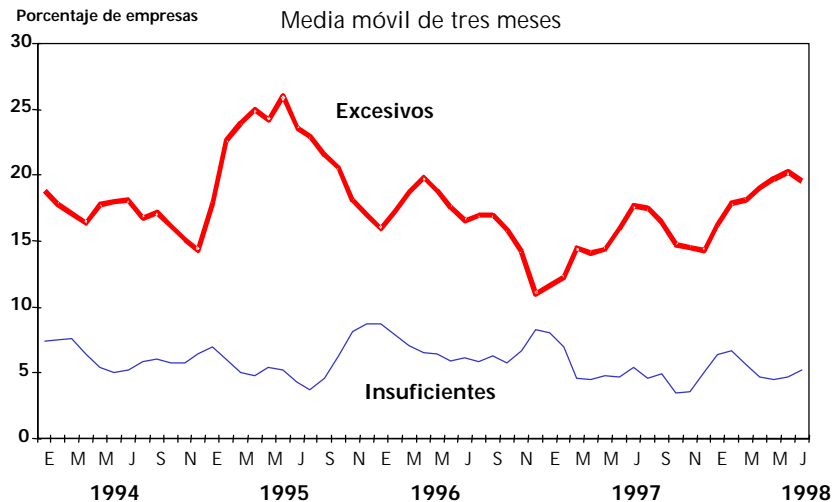


CUADRO 7
INDICADORES DE CONFIANZA EN EL SECTOR MANUFACTURERO
 Porcentajes

	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.
1. En los últimos seis meses la empresa estuvo mejor financieramente que en los mismos meses del año anterior	72	68	67	67	63	64	64	56
2. ¿Cómo considera que evolucione el clima de los negocios de la empresa en los próximos seis meses en comparación con el mismo periodo de 1997?								
-Mejorará	48	57	54	53	55	52	53	41
-Permanecerá igual	40	31	34	39	35	41	36	41
-Empeorará	12	12	12	8	10	7	11	18
En los próximos seis meses:								
3. La situación de la empresa mejorará:	72	78	76	73	74	83	73	71
4. El número de trabajadores de la empresa:								
-Aumentará	30	28	25	24	29	26	23	19
-Permanecerá igual	64	64	64	63	59	64	64	68
-Disminuirá	6	8	11	13	12	10	13	13

De acuerdo a la opinión de empresarios levantada mediante la Encuesta Mensual de Coyuntura del Banco de México, durante los primeros cinco meses de 1998 se dio una acumulación de inventarios de productos terminados en las empresas manufactureras, misma que se revirtió parcialmente en el periodo junio-agosto (ver gráfica 6). Esto último es congruente con la mayor fortaleza que mostraron en ese lapso las ventas de tales firmas con relación a su producción.

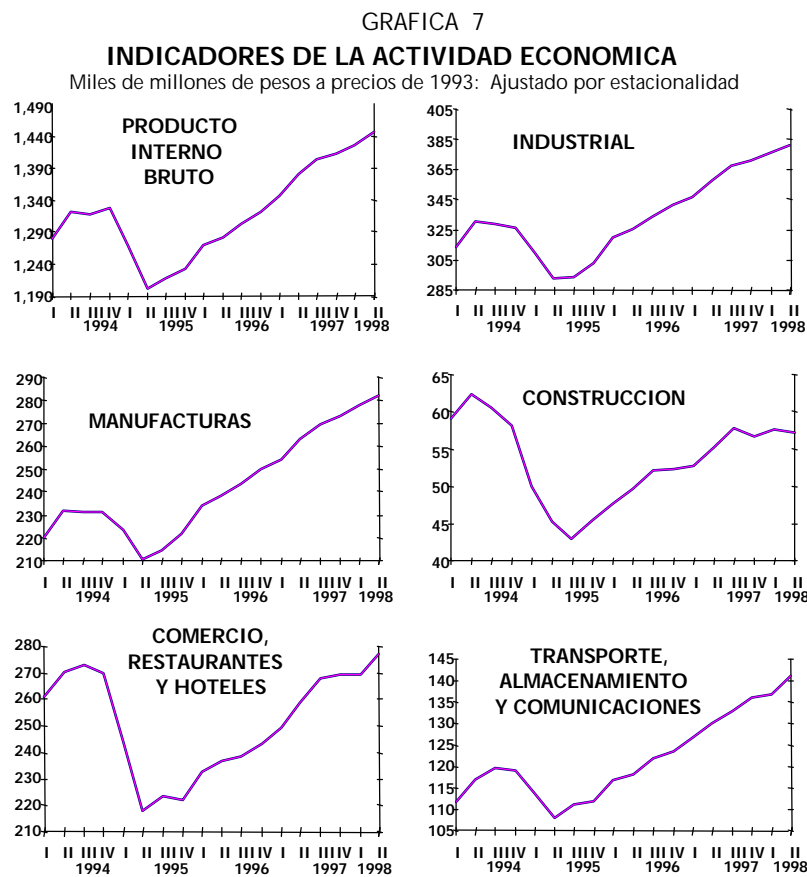
GRAFICA 6
**OPINION* SOBRE INVENTARIOS DE PRODUCTOS
TERMINADOS EN EL SECTOR MANUFACTURERO**



*Con base en respuestas de empresas manufactureras encuestadas.

Con respecto al desarrollo de la producción por sectores, ha destacado en 1998 la importante expansión de los sectores industrial y de servicios (ver gráfica 7), mientras que el sector primario se vio afectado por condiciones climatológicas adversas, que provocaron una caída de la producción. A lo largo del año, la actividad industrial ha sido el sector más dinámico en la economía. En los primeros siete meses, dicha actividad observó un crecimiento anual de su producción de 7.2 por ciento con respecto al mismo periodo de 1997, con avances anuales de 9.9 por ciento en el primer trimestre y de

5.3 por ciento en el segundo trimestre (según el cuadro) (ver cuadro 8). A su interior, todos los grandes sectores presentaron incrementos en su producción. De esa manera, en el primer semestre la industria manufacturera creció 7.8 por ciento y la minería lo hizo en 5.1 por ciento, mientras que la generación de electricidad, gas y agua, así como la construcción, crecieron 5.6 por ciento cada uno.



CUADRO 8
PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL
 Variaciones porcentuales con relación al mismo periodo del año anterior

	1995	1996	1997				1998			
	Anual	Anual	I	II	III	IV	Anual	I	II	I Sem.
TOTAL	-6.2	5.2	4.9	8.6	7.9	6.7	7.0	6.6	4.3	5.4
Sector agrícola, silvícola y pesca	0.9	3.6	1.2	8.9	-1.0	-2.5	1.4	-6.0	-4.5	-5.3
Sector industrial	-7.8	10.2	7.0	11.3	10.3	8.6	9.3	9.9	5.3	7.5
Minería	-2.7	8.1	0.1	6.1	7.4	3.5	4.3	5.1	5.0	5.1
Manufacturas	-4.9	10.9	7.2	12.1	10.7	9.2	9.8	10.6	5.8	8.2
Construcción	-23.5	9.8	9.5	11.9	11.4	8.0	10.2	10.2	2.6	6.2
Electricidad, gas y agua	2.2	4.8	5.8	4.8	5.6	7.1	5.8	4.8	5.4	5.1
Sector servicios	-6.4	3.0	4.5	7.6	7.8	7.1	6.8	6.5	4.8	5.6
Comercio, restaurantes, hoteles	-15.5	4.8	5.1	10.9	12.3	10.9	9.9	9.5	5.6	7.4
Transportes y comunicaciones	-4.9	8.0	6.8	11.5	9.2	10.3	9.5	8.7	7.8	8.2
Servicios financieros	-0.3	0.6	4.4	6.0	6.2	5.7	5.6	5.3	4.6	4.9
Serv. Comunales, sociales y pers.	-2.3	1.0	2.9	4.1	3.8	3.2	3.5	4.0	2.7	3.3

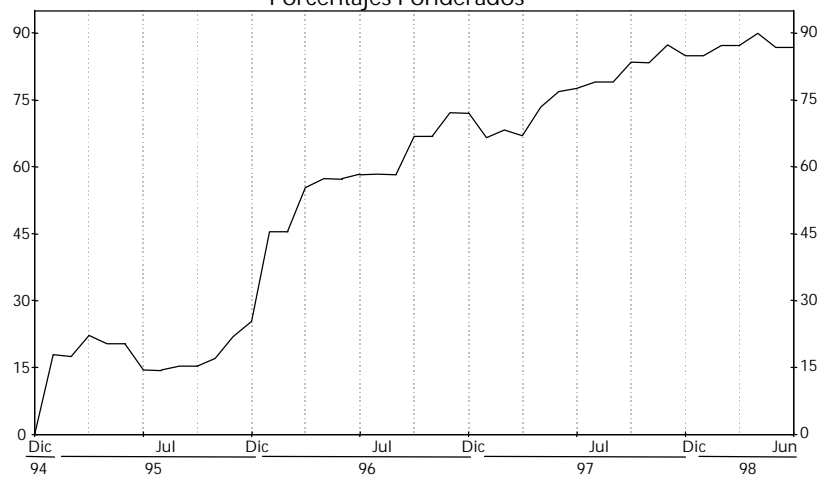
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales (INEGI).

El avance logrado por la producción de la industria manufacturera en el periodo enero-julio, de 7.8 por ciento, se conformó de crecimientos anuales de 10.6 por ciento en el primer trimestre y de 5.9 por ciento en los siguientes cuatro meses. En los primeros siete meses del año, la mayor producción manufacturera se originó en avances de 7.5 por ciento en las empresas de transformación y de 11.5 por ciento en las maquiladoras de exportación.

La información detallada a nivel de rama de producción manufacturera indica que, al mes de junio de 1998, 38 de las 49 ramas que integran el sector manufacturero habían superado los niveles de producción alcanzados en el periodo 1993-1994. Estas ramas representaron un 86.8 por ciento del total de la producción (ver gráfica 8). En 4 de las restantes 11, dicho nivel había sido superado en algún periodo previo; sin embargo, por razones propias de tales actividades, se rezagaron nuevamente: en este caso se ubicaron la molienda de café, la fabricación de bebidas alcohólicas y la petroquímica básica. De las 7 remanentes algunas enfrentaron problemas de oferta de insumos y materias primas, como resultado de condiciones climatológicas adversas (tabaco, hilados de fibras duras y aceite comestible); o bien, como la producción de cemento y la de

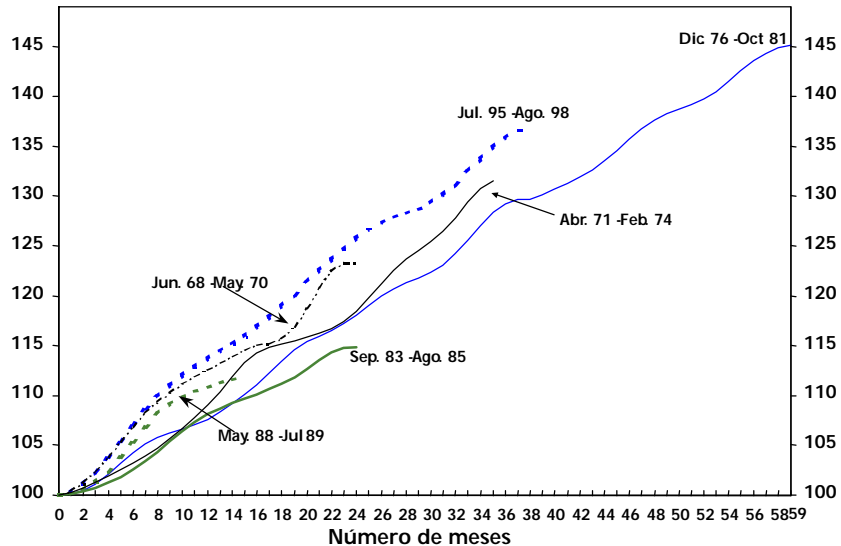
productos metálicos estructurales, están muy relacionadas con la industria de la construcción, misma que no ha superado los niveles previos a la crisis de 1994.

GRAFICA 8
**PORCENTAJE DE RAMAS DEL SECTOR MANUFACTURERO
 QUE HAN SUPERADO SU NIVEL MAXIMO DE TENDENCIA
 REGISTRADO EN 1993-1994**
 Porcentajes Ponderados



La Encuesta Mensual de Coyuntura de Banxico permite dar un seguimiento oportuno a la producción manufacturera. De acuerdo a los resultados de tal encuesta, durante agosto la industria referida continuó su expansión, logrando un crecimiento anual superior al 6 por ciento en dicho mes. Dicha producción observó una variación mensual positiva en su serie de tendencia, de manera que en agosto el sector manufacturero ya había alcanzado 38 meses consecutivos con tales resultados. Ello constituye el segundo periodo más prolongado de expansión en las últimas tres décadas (ver gráfica 9) y se compara favorablemente con lo observado tanto en países industriales como en aquellas economías emergentes que cuentan con un sector manufacturero de importancia.

GRAFICA 9
RECUPERACIONES DE LA PRODUCCION MANUFACTURERA
 Recuperaciones con duración mayor a 6 meses, medidas con la serie de tendencia



La expansión de la producción manufacturera ha dado lugar a un uso más intensivo de la capacidad instalada. De acuerdo con la información recogida por la encuesta mencionada, en los primeros siete meses del presente año el uso de esa capacidad instalada fue en promedio de 69.1 por ciento, comparado con 66.9 por ciento en el mismo periodo de 1997. Aunque el porcentaje citado resulta relativamente bajo de acuerdo a lo registrado por ese sector en los países industriales, es elevado si se refiere a la experiencia mexicana.

La producción de la actividad minera mostró un crecimiento de 5.1 por ciento en el periodo enero-julio de 1998. La minería petrolera mantuvo un avance vigoroso en respuesta a una mayor extracción de petróleo crudo y gas natural, en tanto que la no petrolera lo hizo a un ritmo menor. La evolución de esta última está muy influida por el desempeño de otros sectores, tales como la industria de la construcción,

cuyo avance durante los primeros meses del año propició una mejoría en la extracción de arena, grava y arcilla. Asimismo, el fuerte crecimiento de la industria manufacturera, y en particular de la siderurgia, dio un notable impulso a la extracción y beneficio de mineral de hierro. Por su parte, la rama de extracción y beneficio de minerales metálicos no ferrosos presentó un comportamiento heterogéneo a su interior.

La industria de la construcción creció 5.6 por ciento en el lapso enero-julio del año en curso, con relación a igual periodo de 1997, con aumentos anuales de 10.2 por ciento en el primer trimestre y de 2.6 por ciento en los siguientes cuatro meses. Las actividades con mejor desempeño fueron las de edificación en general (viviendas, escuelas, edificios departamentales y de oficinas); así como las obras de transporte (autopistas, carreteras, vías férreas, metro, obras de urbanización y vialidad, obras fluviales y aeropistas). La desaceleración que se registró en el cuatrimestre abril-julio, es evidente también en sus cifras desestacionalizadas, ya que en ese periodo hubo meses en que su variación mensual resultó negativa (ver gráfica 7). Su evolución se vio influida por el ajuste efectuado en el gasto público.

Por su parte, el sector de generación de electricidad, gas y agua mostró un crecimiento anual de 5.6 por ciento en los primeros siete meses del año. Dicho aumento fue reflejo de una mayor demanda en todos los segmentos de mercado, principalmente los hogares, las empresas, y la agricultura.

El producto interno bruto del sector agropecuario, silvícola y pesquero disminuyó 5.3 por ciento en el primer semestre de 1998. Esta variación estuvo conformada por disminuciones anuales de 6.0 por ciento en el primer trimestre y de 4.5 por ciento en el segundo trimestre. El desempeño de este sector se ha visto afectado por condiciones climatológicas muy desfavorables, que han impactado negativamente a las actividades agrícola, silvícola y pesquera. Hay que destacar que considerando las variaciones trimestrales de las cifras

desestacionalizadas, la contracción del sector agropecuario ocurrió principalmente en los trimestres tercero y cuarto del año pasado y en el primero del presente año, pues ya en el más reciente, esta actividad mostró una mejoría, que no se puede apreciar a partir de las variaciones anuales del PIB de ese sector.

La disminución de la producción agrícola condujo a un aumento importante de los volúmenes importados de ciertos granos. En el periodo enero-agosto del presente año, las compras al exterior de maíz y frijol se incrementaron 92 y 129 por ciento, respectivamente, con respecto a los montos del mismo periodo del año anterior, mientras que en los casos de sorgo y trigo sus aumentos fueron de 60 y 40 por ciento. El valor de las adquisiciones de esos cuatro productos fue en este periodo de 968 millones de dólares, cifra que se compara con 639 millones de dólares en el mismo lapso del año pasado.

La ganadería presentó mejores resultados, a pesar de que también se ha visto dañada por condiciones climáticas adversas. En lo que va del año, han destacado avances en la producción de carne de ave, huevo y leche fresca.

Durante el primer semestre de 1998, el PIB del sector servicios se incrementó 5.6 por ciento con respecto al mismo periodo del año anterior. Tal crecimiento estuvo conformado por tasas de 6.5 por ciento en el primer trimestre y de 4.8 por ciento en el segundo. Las actividades con mayores crecimientos fueron las de transportes y comunicaciones; y, de comercio, restaurantes y hoteles. Esta última gran división aumentó a una tasa anual de 7.4 por ciento durante el primer semestre, habiéndose beneficiado de un mayor gasto privado de consumo. Evidencia al respecto lo constituye las crecientes ventas al menudeo, mismas que crecieron 10.3 por ciento en el periodo enero-julio, según la encuesta a establecimientos comerciales que levanta el INEGI. Por tipo de productos, el crecimiento de las ventas al menudeo fue prácticamente generalizado, sobresaliendo las de bienes durables. El avance del sector comercial también es evidente en las ventas medidas

“a tiendas iguales” de las cadenas departamentales y de autoservicio, que acumularon en el periodo enero-julio un aumento de 8.8 por ciento y de 3.9 por ciento, respectivamente. Los restaurantes tuvieron un menor dinamismo, excepto por los segmentos de “comida rápida” y de las cafeterías.

La gran división de transporte, almacenamiento y comunicaciones creció 8.2 por ciento en el primer semestre del año. En la actividad de transportes sobresalieron los aumentos del transporte aéreo y marítimo, y la carga transportada por ferrocarril, así como el movimiento de vehículos en las carreteras de cuota del país y, en menor grado, el transporte automotor de pasajeros. En la rama de las comunicaciones, se observaron fuertes incrementos en el volumen del servicio telefónico de larga distancia y celular, y en los servicios de radiolocalización y mensajería. Los servicios financieros, seguros y las actividades inmobiliarias tuvieron un aumento de 4.9 por ciento en el periodo de referencia (5.3 y 4.6 por ciento en el primero y segundo trimestres, respectivamente). En su conjunto, las ramas de actividad que conforman a los servicios comunales, sociales y personales crecieron 3.3 por ciento, destacando por su aumento los servicios profesionales (profesionistas independientes y agencias de publicidad), los de esparcimiento (cines) y los servicios médicos.

II.2. Empleo y Remuneraciones

Durante 1998 la evolución del mercado laboral se ha caracterizado por los siguientes aspectos:

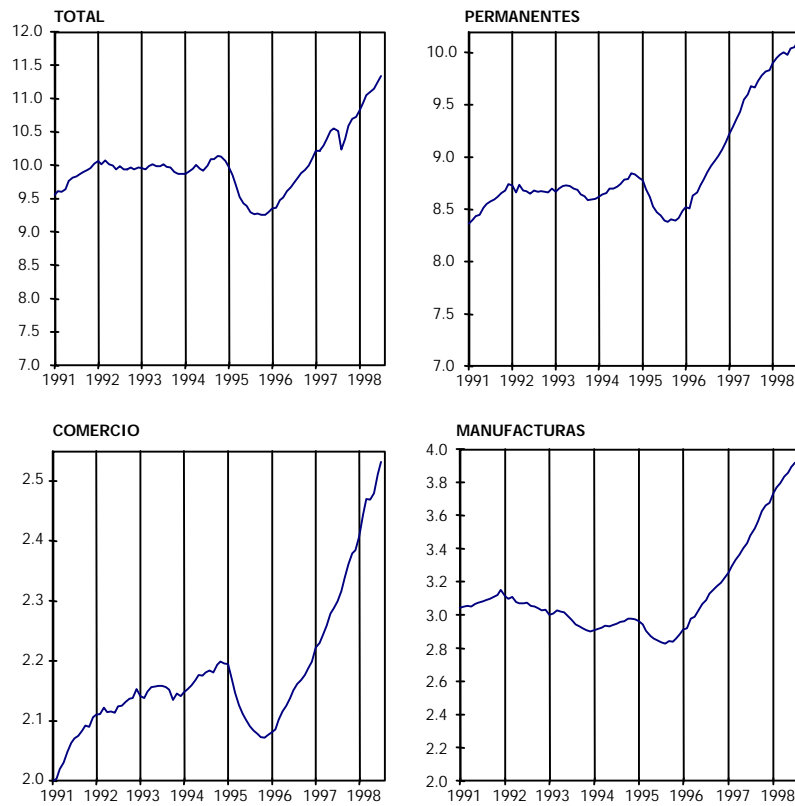
- a) la recuperación de la demanda de trabajo, aunque a un ritmo más moderado que el observado en 1997;
- b) la notable mejoría de la ocupación en la industria maquiladora;

- c) el continuo abatimiento de la tasa de desempleo en las áreas urbanas, tendencia iniciada en 1995;
- d) aumentos salariales integrales en las negociaciones contractuales, superiores tanto a la inflación observada como a la que se espera durante la vigencia de los respectivos contratos;
- e) incrementos significativos en términos reales de la masa salarial, en los sectores manufacturero, comercio y construcción;
- f) mejoría de los indicadores de remuneraciones reales por trabajador, misma que es notoria en los sectores manufacturero, maquilador, de la construcción y de los establecimientos comerciales;
- g) continuidad de los incrementos de la productividad del trabajo en el sector manufacturero, a un ritmo superior a los incrementos de la remuneración real por trabajador, lo que ha propiciado una reducción de los costos unitarios de la mano de obra en ese sector; y,
- h) un número menor de emplazamientos a huelga que el registrado el año pasado, junto con un número de huelgas estalladas que representa el más bajo en los últimos cuatro años.

Los trabajadores asegurados en el IMSS han seguido incrementándose en 1998, aunque a un ritmo más moderado que en el año anterior. La estadística muestra al mes de agosto un aumento de 258,210 trabajadores permanentes con respecto a diciembre pasado, lo que constituye un crecimiento de 2.6 por ciento (ver gráfica 10). La mayor demanda de mano de obra ha sido compartida por una diversidad de sectores, pero ha sido

más intensa en el manufacturero, en la industria eléctrica y en los servicios sociales.

GRAFICA 10
**TRABAJADORES AFILIADOS AL
 INSTITUTO MEXICANO DEL SEGURO SOCIAL**
 Series ajustadas por estacionalidad *
 Millones de asegurados



* Cifras a julio de 1998, y permanentes a agosto de 1998.

El dinamismo de la ocupación en la industria maquiladora ha continuado en 1998, aunque a un paso más pausado (ver cuadro 9). El número de trabajadores en esta industria mostró un crecimiento anual de 16.1 por ciento en el primer trimestre y de 11.7 por ciento en el segundo. En particular, la tasa anual de junio fue de 11.5 por ciento. Cabe recordar que el empleo maquilador había crecido a tasas de 16.4 y 19.1 por ciento durante 1996 y 1997.

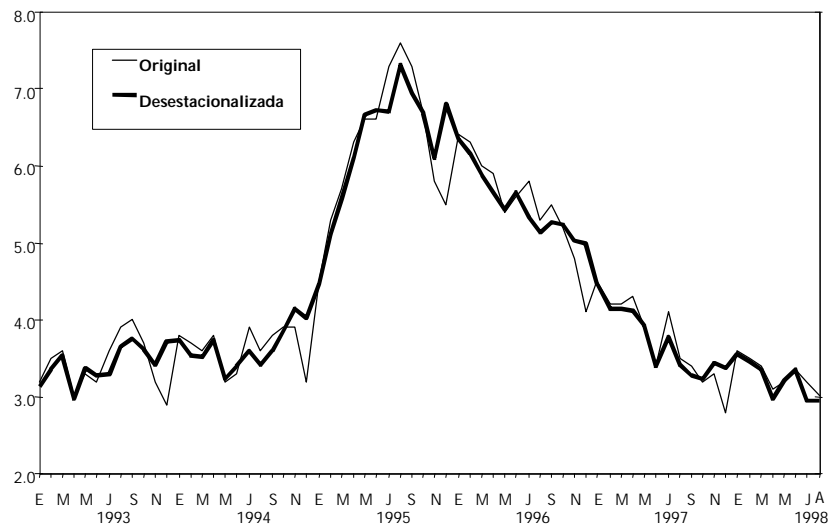
CUADRO 9
EMPLEO
Variaciones porcentuales anuales

	1995	1996	1997	1998						
	Anual	Anual	Anual	I	II	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Acum.
Asegurados en el IMSS										
Total	-5.4	2.6	7.7	6.8	6.5	6.1	6.7	7.6		6.8
Permanentes	-2.7	3.8	8.6	6.8	5.0	4.5	4.7	3.8	4.6	5.5
Eventuales	-24.4	-7.7	-2.2	6.0	21.2	21.1	27.6	53.8		18.3
Manufactureras	-2.5	7.0	12.9	14.2	13.6	13.4	13.5	12.5		13.7
Agropecuario	-3.2	1.3	5.1	-1.3	1.6	3.8	2.2	0.1		0.1
Ind. Extractivas	-3.1	5.9	4.2	5.5	1.2	1.7	-0.8	-0.9		2.7
Construcción	-27.6	-9.1	-2.5	-12.1	-7.2	-8.1	-5.9	23.7		-5.8
Personal Ocupado en la										
Ind. Maquiladora	11.2	16.4	19.1	16.1	11.7	11.1	11.5	--		13.8
Tasa de Desempleo										
Abierto Urbano	6.2	5.5	3.8	3.5	3.2	3.2	3.4	3.2	3.0	3.3
Cd. de México	7.1	6.9	4.5	4.4	4.1	4.1	4.4	4.0	3.4	4.1
Guadalajara	6.7	5.1	3.3	3.2	3.1	3.0	3.4	2.2	2.3	2.9
Monterrey	8.0	6.2	3.9	3.4	2.8	3.1	2.4	3.5	4.1	3.3

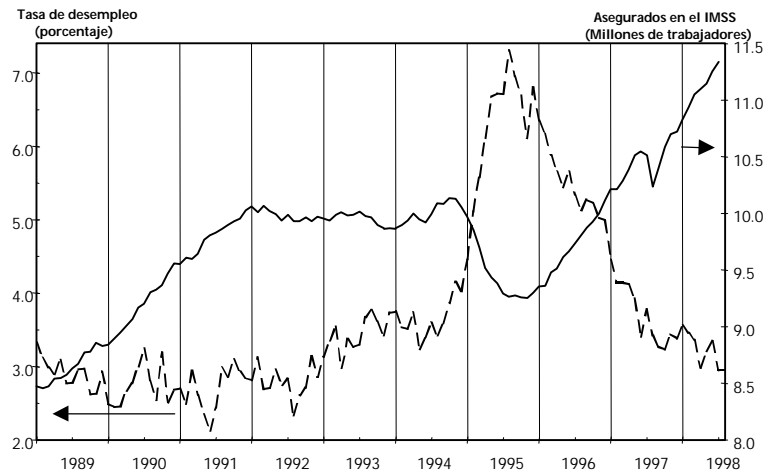
Fuente: IMSS: Estadísticas de la Industria Maquiladora de Exportación, INEGI: y Encuesta Nacional de Empleo Urbano, INEGI.

En 1998, la tasa de desempleo abierto en las áreas urbanas ha mantenido la tendencia a la baja que inició en el segundo semestre de 1995 (ver gráficas 11 y 12). Así, dicha tasa promedió 3.3 por ciento de la población económicamente activa en el lapso enero-agosto, que resulta inferior al promedio registrado en el lapso comparable de un año antes. De hecho, la tasa mencionada es más baja que la observada en 1994 antes de la crisis (de 3.61 por ciento). En particular, en agosto de 1998 la tasa de desempleo abierto se ubicó en 3.0 por ciento, que se compara favorablemente con el nivel de 3.5 por ciento del mismo mes del año pasado. Medida con datos desestacionalizados, la tasa de desempleo de agosto se mantuvo sin cambio respecto al mes anterior. Dicha tasa fue de 2.95 por ciento en julio y de 2.96 por ciento en agosto. Tales niveles representan los más bajos registrados a partir de diciembre de 1992.

GRAFICA 11
TASA DE DESEMPLEO ABIERTO



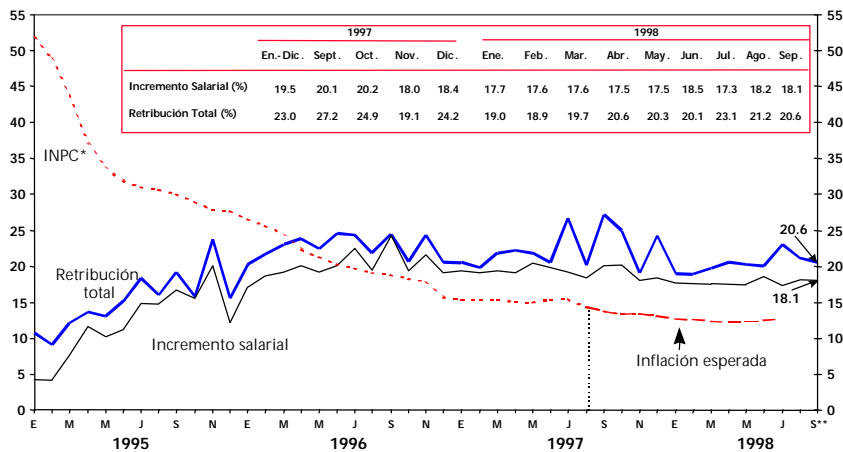
GRAFICA 12
INDICADORES DE OCUPACION



Información disponible de asegurados a julio de 1998, y tasa de desempleo a agosto de 1998.

Las revisiones a la retribución total por trabajador (incluyendo ajustes a los salarios contractuales nominales, prestaciones, bonos de productividad y retabulaciones) han mostrado una ligera inclinación al alza a partir de enero de 1998, lo que en parte refleja el deterioro reciente de las expectativas inflacionarias en el mercado (ver gráfica 13). En todo caso, tales aumentos salariales han excedido de manera significativa a la inflación esperada durante la vigencia de los contratos salariales, lo que en parte refleja el proceso de aumento de los salarios reales de la economía, en cierta congruencia con la evolución de la productividad de la mano de obra.

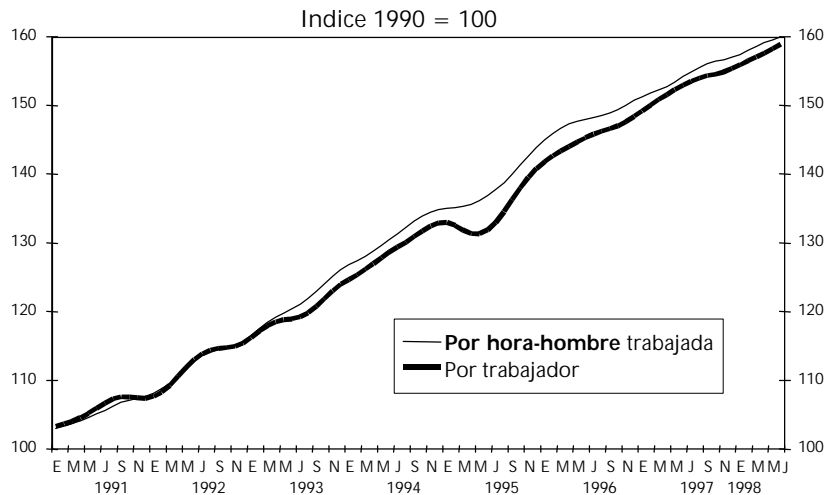
GRAFICA 13
**RETRIBUCION TOTAL, INCREMENTO SALARIAL
 CONTRACTUAL E INFLACION**
 Variaciones porcentuales



* Se utilizó la variación porcentual anual del INPC para los 12 meses posteriores al mes de referencia.
 A partir de agosto de 1997 se usó la inflación esperada resultante de la Encuesta de Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recoge Banco de México.
 ** Comprende información al 18 de septiembre de 1998.

La productividad por trabajador en el sector manufacturero continuó fortaleciéndose durante el primer semestre de 1998 (ver gráfica 14), creciendo 4.4 por ciento con respecto al mismo lapso del año pasado. Esa mayor productividad laboral fue acompañada de un aumento de 6.6 por ciento de la llamada masa salarial real (suma de sueldos, salarios y prestaciones), tasa superior a la que se había registrado en promedio en 1997 (de 3.7 por ciento). Esta evolución se explica tanto por el aumento del empleo como por una mejoría de la remuneración promedio por trabajador, la que medida en términos reales se incrementó en 3.1 por ciento en el primer semestre del año con relación al mismo periodo de 1997 (ver cuadro 10). Cabe comentar que el aumento de la masa salarial fue muy importante en la industria maquiladora en el primer semestre (de 15.3 por ciento), principalmente como resultado de la notable expansión de la ocupación en esa actividad.

GRAFICA 14
TENDENCIA DE LA PRODUCTIVIDAD MEDIA DEL
TRABAJO EN EL SECTOR MANUFACTURERO*



CUADRO 10
INDICADORES DE MASA SALARIAL Y DE REMUNERACIONES
REALES POR TRABAJADOR

Variaciones porcentuales anuales

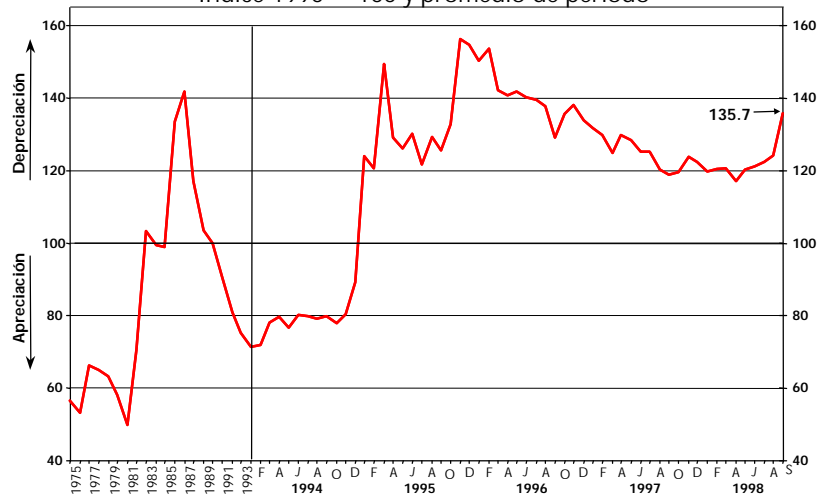
	1998							Anual
	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	
MASA SALARIAL REAL								
Industria Manufacturera	6.6	7.4	7.2	8.1	4.7	5.9	--	6.6
Industria Maquiladora	12.6	18.4	14.5	16.0	13.5	16.8	--	15.3
Industria de la Construcción	4.2	0.6	7.1	7.8	7.2	--	--	5.4
Sector Comercio: Mayoreo	10.4	9.1	8.5	10.5	12.4	8.7	6.4	9.5
Sector Comercio: Menudeo	6.1	8.6	6.0	5.6	8.2	4.2	5.9	6.4
REMUN. REAL POR TRABAJADOR								
Industria Manufacturera	2.9	4.1	3.5	4.6	1.6	1.9	--	3.1
Industria Maquiladora	-3.9	0.9	0.5	3.1	2.2	4.8	--	1.3
Industria de la Construcción	6.1	2.9	7.6	8.1	3.2	--	--	5.6
Sector Comercio: Mayoreo	4.4	1.9	2.8	6.2	1.2	4.0	3.6	3.4
Sector Comercio: Menudeo	4.7	6.5	4.0	4.7	3.0	4.9	3.7	4.5

La evolución de los salarios en el sector manufacturero -en línea con el progreso de la productividad de la mano de obra-, junto con la considerable depreciación nominal que ha mostrado la moneda nacional durante 1998, ha redundado

en que el tipo de cambio real del peso mexicano (medido en términos de costos unitarios de la mano de obra en el sector mencionado) se mantenga a niveles bastante depreciados desde una perspectiva histórica (ver gráfica 15).

GRAFICA 15

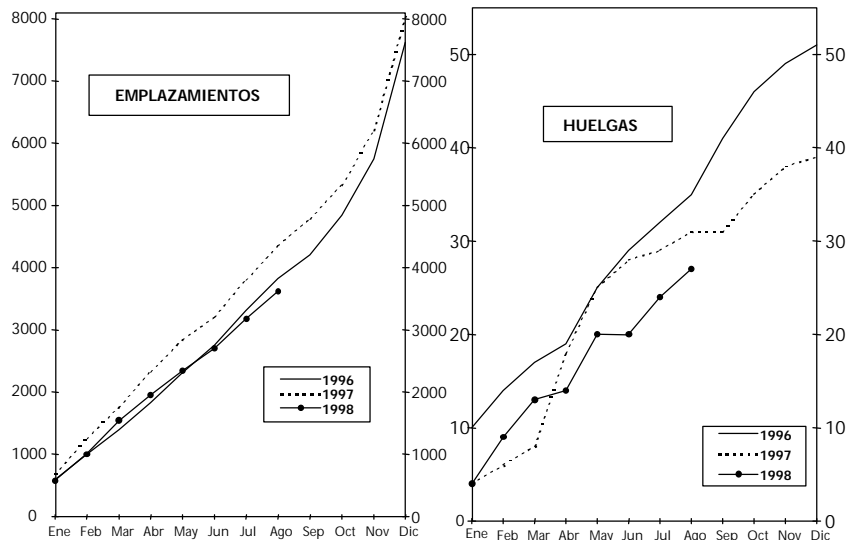
**MEXICO: INDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL
BASADO EN COSTOS UNITARIOS DE LA MANO DE OBRA
EN EL SECTOR MANUFACTURERO**
Indice 1990 = 100 y promedio de periodo



* 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).

Durante el periodo enero-agosto de 1998 se registraron 3,616 emplazamientos a huelga en las negociaciones de jurisdicción federal. Por su parte, estallaron huelgas en sólo 27 casos. En ambos aspectos, se trata de las cifras más pequeñas en los últimos 5 años (ver gráfica 16).

GRAFICA 16
NUMERO DE EMPLAZAMIENTOS Y HUELGAS
 Cifras acumuladas



* * *

A manera de colofón de las secciones II.1 y II.2, se puede decir que en el tiempo transcurrido de 1998 la actividad económica continuó creciendo a un ritmo elevado, al igual que el empleo. La demanda agregada y la utilización de la capacidad instalada también mostraron incrementos significativos. El manejo flexible y oportuno de la política económica, el acelerado proceso de inversión que se ha experimentado desde 1995, junto con un desempeño favorable de la economía de Estados Unidos, ha permitido que las perturbaciones externas de gran magnitud que ha enfrentado el país no hayan incidido de manera perceptible, y hasta el momento, en el crecimiento económico y en el avance de los salarios reales.

No obstante, hay que señalar que la información disponible sobre la actividad económica en el mes de julio, y cierta información oportuna sectorial referente a agosto, muestran que la producción de la economía ha moderado su expansión

con relación al desempeño alcanzado en la primera parte del año. La actividad económica crecerá probablemente a un ritmo más modesto en la segunda parte del año. Aún así, será superior al que los organismos internacionales proyectan para la economía mundial en su conjunto y para una diversidad de países industriales y en desarrollo-. Esto favorecerá en nuestro país nuevos incrementos en la generación de empleos.²

II.3. Sector Externo

Durante 1998, el sector externo de la economía mexicana se ha caracterizado por los siguientes aspectos:

- a) crecimiento significativo de las exportaciones totales, gracias a la persistencia del dinamismo de las no petroleras y, en especial, de las manufactureras;
- b) fuerte caída del valor de las exportaciones petroleras, como consecuencia de la acentuada disminución registrada por los precios internacionales del crudo;

² El consenso sobre el crecimiento económico de México para 1998 -resultante de los pronósticos de aproximadamente 30 grupos de análisis económico del sector privado- es de una tasa de 4.43 por ciento. Esta implica un crecimiento anual en el segundo semestre del año de 3.5 por ciento. Esta última tasa supera al crecimiento económico proyectado para el presente año para la economía mundial y para los principales países industriales y en desarrollo. Cabe precisar que el Fondo Monetario Internacional proyecta para 1998 un crecimiento económico de México de 4.5 por ciento.

PRONOSTICOS DE CRECIMIENTO ECONOMICO PARA 1998
Variaciones porcentuales anuales del PIB real

ECONOMIA MUNDIAL	2.0	PAISES EN DESARROLLO	2.3
		Asia	1.8
ECONOMIAS AVANZADAS	2.0	Hemisferio Occidental	2.8
Estados Unidos	3.5	Corea	-7.0
Unión Europea	2.9	Taiwan	4.0
Japón	-2.5	Hong Kong	-5.0
Alemania	2.6	Singapur	0.0
Francia	3.1	Nic's de Asia	-2.9
Canadá	3.0		
Reino Unido	2.5	MEXICO	4.43*-4.5**

Fuente: F.M.I., World Economic Outlook, septiembre de 1998.

* Consenso de los analistas económicos del sector privado.

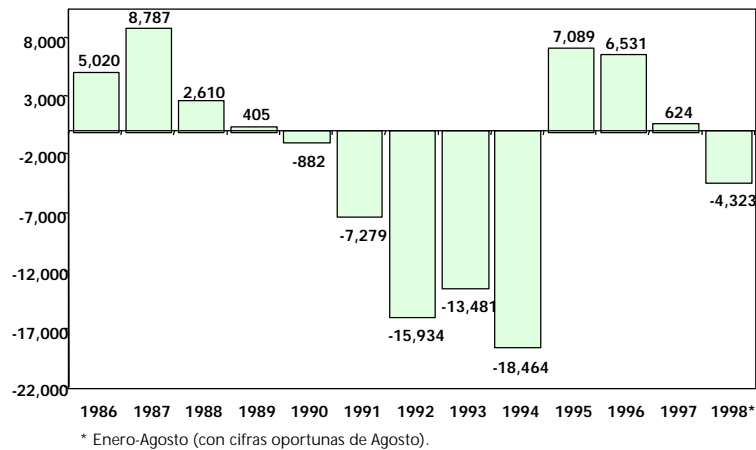
** Pronóstico del Fondo Monetario Internacional.

- c) aumento significativo de las importaciones, lo que refleja la expansión de la actividad productiva nacional, de la demanda interna, y de las exportaciones;
- d) balanza comercial deficitaria;
- e) déficit de la cuenta corriente moderado como proporción del PIB;
- f) superávit de la cuenta de capital, sustentado fundamentalmente en entradas de recursos de largo plazo, que ha financiado de manera holgada el déficit de la cuenta corriente;
- g) monto importante de inversión extranjera directa, que demuestra que en el exterior se mantiene una percepción favorable sobre las oportunidades de inversión rentable que ofrece el país;
- h) flujo negativo, aunque reducido, de inversión extranjera de cartera, en los primeros tres trimestres del año, como consecuencia del sentimiento adverso que prevalece en los mercados financieros internacionales con respecto a las economías con mercados emergentes (entre los que se encuentra México), en respuesta a la crisis asiática, al colapso de la economía rusa y a los temores sobre la situación de Brasil; y
- i) acumulación de reservas internacionales netas del Banco de México.

La información oportuna del comercio exterior de agosto indica que durante los primeros ocho meses de 1998 la balanza comercial registró un déficit de 4,323 millones de dólares (ver gráfica 17). En dicho lapso, el valor de las exportaciones de mercancías ascendió a 76,543 millones de dólares, lo que representó un crecimiento anual de 8.0 por ciento. Por su parte, el valor de las importaciones de mercancías fue de 80,866

millones de dólares, lo que significó un aumento de 17.5 por ciento en el periodo referido (ver cuadro 11).

GRAFICA 17
SALDO DE LA BALANZA COMERCIAL
Millones de dólares



CUADRO 11
BALANZA COMERCIAL
Millones de dólares

CONCEPTO	1997	Enero-Agosto*		Variación Absoluta (2) - (1)	Variación Porcentual	
		1997 (1)	1998 (2)		1997	Ene.-Ago. (2)/(1)
EXPORTACIONES	110,431	70,850	76,543	5,693	15.0	8.0
Petroleras	11,323	7,553	4,991	-2,563	-2.8	-33.9
No Petroleras	99,108	63,297	71,552	8,255	17.5	13.0
Agropecuarias	3,828	2,765	3,042	277	6.6	10.0
Extractivas	478	327	316	-12	6.4	-3.6
Manufactureras	94,802	60,204	68,194	7,990	18.1	13.3
Maquiladoras	45,166	28,406	33,500	5,094	22.3	17.9
Resto	49,637	31,798	34,694	2,896	14.4	9.1
IMPORTACIONES	109,808	68,825	80,866	12,040	22.7	17.5
Bienes de Consumo	9,326	5,352	7,032	1,681	40.1	31.4
Bienes Intermedios	85,366	54,093	62,452	8,360	18.7	15.5
Maquiladoras	36,332	22,811	26,740	3,929	19.1	17.2
Resto	49,034	31,282	35,713	4,431	18.5	14.2
Asociados a exportación	59,403	37,706	43,301	5,595	19.6	14.8
No asociados a exportación	25,963	16,387	19,151	2,764	16.9	16.9
Bienes de Capital	15,116	9,381	11,381	2,000	38.4	21.3
Empresas exportadoras	4,956	3,297	3,581	285	29.5	8.6
Empresas no exportadoras	10,160	6,084	7,800	1,716	43.2	28.2
BALANZA COMERCIAL	624	2,025	-4,323	-6,348	-90.5	s.s

s.s sin significado

* Con cifras oportunas de Agosto

La expansión de las exportaciones de mercancías se ha originado en la combinación de un persistente dinamismo de las exportaciones de productos no petroleros, frente a una severa contracción de las petroleras. En efecto, en el periodo enero-agosto de 1998 las exportaciones no petroleras aumentaron a una tasa anual de 13.0 por ciento, mientras que las petroleras se contrajeron 33.9 por ciento. Ahora bien, no obstante la caída de las ventas al exterior del sector petrolero, el crecimiento de las exportaciones mexicanas supera al registrado por las ventas externas de un número elevado de países, como se muestra en el cuadro 12. Las cifras corresponden a 26 países que en su conjunto efectúan el 76 por ciento de las exportaciones mundiales (excluyendo a México). Se observa que, durante el presente año, sólo hay un caso donde el aumento de las exportaciones es superior al de México.

CUADRO 12
**CRECIMIENTO*EN EL VALOR DE LAS EXPORTACIONES
DE ECONOMIAS SELECCIONADAS**

Medido en dólares corrientes

Países	Tasa de Crecimiento	Países	Tasa de Crecimiento
<u>Economías Industriales</u>		<u>Economías en Desarrollo</u>	
Estados Unidos 5	-0.1	Corea 6	-1.0
Canadá 5	8.7	Hong Kong 5	-6.2
Japón 6	-6.6	Taiwan 6	-7.0
Alemania 5	5.1	Singapur 6	-11.8
Francia 5	4.1	China 4	4.6
Reino Unido 4	-2.5	Filipinas 5	19.2
España 3	4.2	Indonesia 3	-5.0
Italia 4	2.6	Tailandia 6	-6.0
Países Bajos 3	0.9	Malasia 5	-11.0
Nueva Zelandia 6	-17.5	Israel 6	1.6
Suiza 5	4.3	Argentina 5	2.7
<u>México**</u>		Brasil 5	3.0
Exportaciones Totales ⁶	8.0	Chile 6	-11.9
Exportaciones Manufactureras ⁶	13.3	Colombia 2	-2.7
Exportaciones No petroleras ⁶	13.0	Uruguay 1	2.0

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

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

**Información Oportuna de Agosto

Las exportaciones manufactureras ascendieron a 68,194 millones de dólares en el periodo enero-agosto de 1998, lo que significó un crecimiento de 13.3 por ciento respecto al monto del mismo lapso de 1997. La expansión de esas ventas al

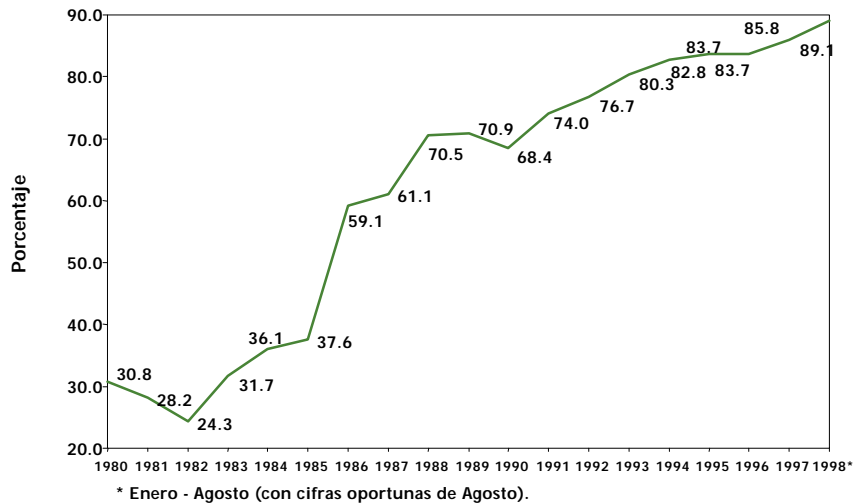
exterior se ha beneficiado tanto del crecimiento sostenido de la economía de los Estados Unidos, como del intenso proceso de inversión llevado a cabo por el sector exportador en los últimos años. Dicho proceso ha generado incrementos de la productividad laboral en esa actividad y ha fortalecido su competitividad internacional. Esto último ha sido de gran importancia en los meses recientes, pues en su ausencia se podría haber materializado la amenaza de un desplazamiento masivo de nuestras exportaciones a los Estados Unidos por productos de países asiáticos, cuyas divisas se han devaluado sustancialmente durante el pasado año.

A agosto de 1998, las ventas al exterior de bienes manufacturados representaron un 89.1 por ciento de las exportaciones totales del país, proporción que constituye el nivel histórico más elevado que se haya alcanzado (ver gráfica 18).

En los primeros ocho meses del año, las exportaciones manufactureras realizadas por la industria maquiladora aumentaron a una tasa anual de 17.9 por ciento, mientras que las del resto de empresas lo hicieron en 9.1 por ciento.

El crecimiento mostrado por las exportaciones manufactureras a lo largo de 1998 ha sido generalizado en los distintos sectores de esa actividad (ver cuadro 13). En el caso de la industria automotriz, sus exportaciones crecieron 9.8 por ciento, lo que constituye un importante aumento con respecto al año anterior, en especial si se considera que en el periodo referido esta industria efectuó un 34.4 por ciento de las exportaciones del sector manufacturero no maquilador.

GRAFICA 18
PARTICIPACION DE LAS MANUFACTURAS
EN LA EXPORTACION TOTAL



CUADRO 13
CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES MANUFACTURERAS
Variaciones porcentuales anuales

	1997		ENE.-AGO 1998	
	Con maquila	Sin maquila	Con maquila	Sin maquila
EXPORTACION MANUFACTURERA	18.1	14.4	13.3	9.1
A. Alimentos, Bebidas y Tabaco	13.5	13.5	10.6	9.5
B. Text. Artículos de Vestir e Ind. Del Cuero	39.0	35.1	10.3	8.6
C. Industria de la Madera y sus Productos	21.7	32.8	-1.6	-12.7
D. Papel, Imprenta e Industria Editorial	18.7	20.6	9.2	19.6
E. Química	9.8	6.0	2.9	0.8
F. Productos de Plástico y de Caucho	20.5	19.3	4.1	-1.9
G. Fab. Otros Prods. Miner. No Metálicos	17.9	12.2	9.9	4.6
H. Industrias Básicas, Hierro y Acero	18.5	17.6	-3.5	-5.4
I. Minerometalurgia 2/	-0.1	-0.9	2.4	2.8
J. Productos Metálicos, Maq. y Equipo	16.9	13.7	16.6	12.5
1. Para la Agricultura y Ganadería	5.6	-5.6	8.5	-1.8
2. Para los Ferrocarriles	53.5	48.2	151.2	160.6
3. Para otros Transportes y Comunicaciones	5.8	4.4	17.2	12.2
Industria Automotriz	5.8	4.3	9.8	10.8
4. Maq. y Equipo Esp. p/Inds. Diversas	32.4	36.2	16.4	7.5
5. Equipo Profesional y Científico	32.9	38.9	19.8	6.7
6. Equipo y Aparatos Eléc. y Electrónicos	19.1	25.7	15.2	15
7. Aparatos de Fotografía, Óptica y Relojería	15.5	-5.0	42.6	61.5
K. Otras Industrias Manufactureras	17.8	15.9	14.3	36.0
Exp. Manufactureras sin Automotriz	21.8	20.7	14.2	8.2
Exp. Manufacturera sin Minerometalúrgica	18.4	15.0	13.5	9.3
Exp. Manuf. sin Automotriz y sin Minerometalúrgica	22.4	22.1	14.4	8.5

Con cifras oportunas de Agosto

· Comprende a las exportaciones de las industrias básicas de metales no ferrosos

Durante 1998, el valor de las exportaciones petroleras ha declinado como consecuencia de la caída del precio internacional del crudo. Ello ha reflejado la debilidad de la actividad económica en ciertas partes del mundo, particularmente en Asia, región que es importante demandante e importadora neta de hidrocarburos. En los primeros ocho meses de 1998, el valor de las exportaciones petroleras fue de 4,991 millones de dólares, lo que se tradujo en una caída de 33.9 por ciento respecto al monto del periodo comparable del año anterior.

Con la finalidad de contribuir a reducir la sobreoferta de crudo, el 22 de marzo del presente año, Venezuela, Arabia Saudita y México pusieron en marcha medidas tendientes a reducir el abasto mundial. En esa ocasión, México asumió el compromiso de disminuir a partir de abril en 100 mil barriles diarios su volumen exportado, en comparación con el nivel promedio observado en el primer trimestre del año. A los compromisos asumidos por los países aludidos, se fueron sumando los de otros exportadores, lo que permitió frenar la disminución de los precios, pero resultó insuficiente para revertir la tendencia previa. Por ello, fue necesario reforzar el acuerdo con recortes adicionales. Así, el 4 de junio México se comprometió a disminuir su volumen exportado a partir de julio en 100 mil barriles diarios, respecto de lo registrado en el segundo trimestre del año.

El precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación se ubicó en los primeros ocho meses de 1998 en 10.47 dólares por barril, mientras que en el mismo lapso de 1997 se había situado en 16.83 dólares por barril. Por su parte, el volumen exportado pasó de 1.699 millones de barriles diarios

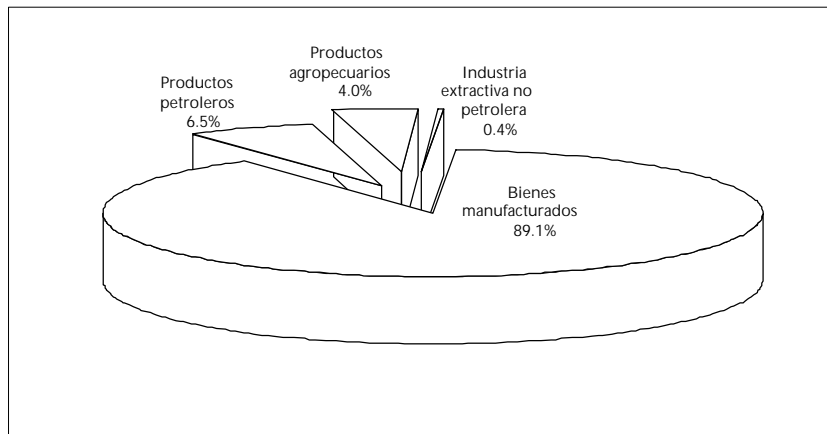
en los primeros ocho meses del año pasado a 1.754 millones de barriles diarios en el lapso comparable del presente año.³

Por otro lado, durante los primeros ocho meses del año el valor de las exportaciones agropecuarias fue de 3,042 millones de dólares, lo que representó un crecimiento anual de 10 por ciento. El desempeño positivo de estas ventas al exterior se ha debido a aumentos en los volúmenes exportados de una diversidad de productos, así como a una tendencia favorable registrada por los precios internacionales de algunas frutas y legumbres. Esta evolución ha contrarrestado el efecto adverso ocasionado por una baja en el precio internacional del café. Los productos agropecuarios cuyos valores de exportación han observado en 1998 los mayores incrementos son las fresas y otras frutas frescas (27.0 por ciento), jitomate (24.5 por ciento), demás legumbres y hortalizas frescas (25.4 por ciento), así como el ganado vacuno (22.5 por ciento). Cabe comentar que la sequía que aquejó a importantes zonas del país incentivó a que una parte del hato ganadero, cuya supervivencia estaba en riesgo, se vendiera al exterior.

En 1998, los bienes manufacturados han dominado en la composición de las exportaciones de mercancías, con una participación de 89.1 por ciento del total; las exportaciones de productos petroleros han representado sólo un 6.5 por ciento; los bienes agropecuarios un 4.0 por ciento y los productos extractivos no petroleros un 0.4 por ciento (ver gráfica 19).

³ Esto significa que durante la segunda mitad de 1997 México aumentó significativamente su plataforma de exportación a 1.766 millones de barriles diarios.

GRAFICA 19
COMPOSICION DE LAS EXPORTACIONES TOTALES
Por ciento
Enero-Agosto * 1998

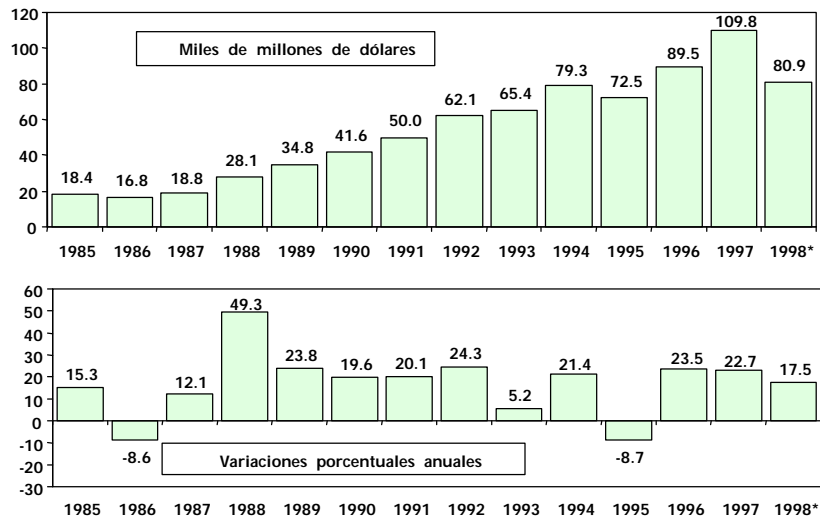


*Con cifras oportunas de Agosto.

En los primeros ocho meses de 1998, la evolución de las importaciones de mercancías ha respondido a la expansión de la actividad productiva nacional y de la demanda interna, así como al dinamismo mostrado por el gasto de inversión del sector privado. Las mayores importaciones también se han originado en el aumento de las exportaciones manufactureras, mismas que dan lugar a una creciente demanda de insumos del exterior. El mayor nivel de importaciones, también ha sido reflejo del superávit que ha arrojado la cuenta de capital.

Durante los primeros ocho meses del presente año, el valor de las importaciones totales de mercancías fue de 80,866 millones de dólares, lo que representó un aumento de 17.5 por ciento con respecto al monto del mismo lapso del año previo (ver gráfica 20). Esta tasa es significativamente más baja que la registrada en 1997 y, de hecho, a lo largo del presente año se ha ido desacelerando.

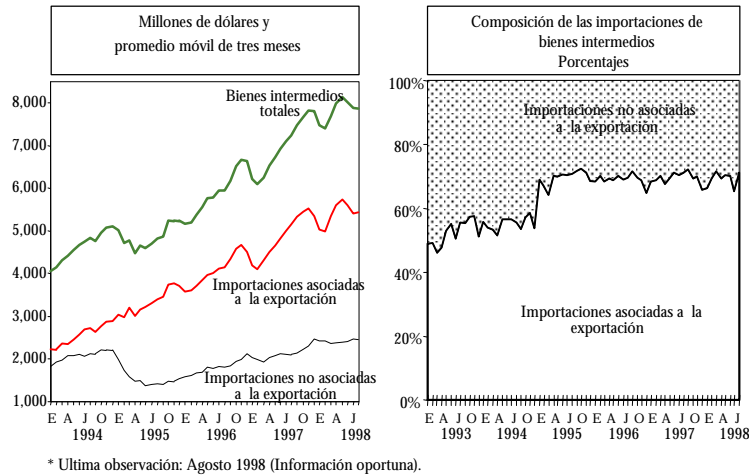
GRAFICA 20
IMPORTACIONES TOTALES



* Enero-Agosto (con cifras oportunas de Agosto).

Las importaciones de bienes intermedios resultaron de 62,452 millones de dólares en los primeros ocho meses del año, cifra que se tradujo en un aumento anual de 15.5 por ciento. Tanto las empresas exportadoras como aquellas que orientan su producción al mercado interno incrementaron sus adquisiciones de insumos en el exterior (ver gráfica 21), registrando tasas anuales de 14.8 por ciento y 16.9 por ciento, respectivamente.

GRAFICA 21
IMPORTACIONES DE BIENES INTERMEDIOS*



El dinamismo del gasto de inversión del sector privado ha derivado en mayores importaciones de bienes de capital. En el periodo enero-agosto de 1998 estas importaciones sumaron 11,381 millones de dólares, lo que significó un incremento de 21.3 por ciento con respecto al nivel registrado en el lapso comparable del año anterior. Cabe comentar que las importaciones de bienes de capital de empresas exportadoras crecieron 8.6 por ciento, mientras que las de aquellas firmas que destinan su producción principalmente al mercado interno lo hicieron en 28.2 por ciento.

En los primeros ocho meses del año se importaron bienes de consumo por 7,032 millones de dólares, cifra 31.4 por ciento superior a la registrada en los mismos meses de 1997. En el primer trimestre la tasa anual correspondiente fue de 54.1 por ciento, para desacelerarse a 23.4 por ciento en el bimestre julio-agosto. Los bienes de consumo cuyas importaciones han presentado los mayores crecimientos han sido: automóviles (83.8 por ciento), carnes frescas (30.9 por ciento) y textiles (50.1 por ciento). Conviene señalar que no obstante que las adquisiciones en el exterior de bienes

de consumo representan el rubro de importaciones con mayor crecimiento, son todavía las de menor participación, ya que representan sólo un 8.7 por ciento de las importaciones totales.

Hay dos aspectos que merecen comentarse con relación a las importaciones de bienes de consumo: por un lado, en los primeros ocho meses del año una cuarta parte de ellas fueron de bienes básicos tales como gasolina, gas butano y propano, medicamentos, leche y frijol. Por otro lado, una quinta parte de tales importaciones fueron automóviles, que como se mencionó antes registraron una tasa muy elevada. De hecho, las importaciones de automóviles explican 8 puntos porcentuales de la tasa anual de crecimiento de las importaciones de bienes de consumo. Las mayores adquisiciones de vehículos importados reflejan en parte el proceso de especialización de la industria automotriz terminal del país, mediante el cual las plantas locales se están dedicando a la producción de un cierto número de modelos para los mercados local y de exportación, mientras que la demanda interna por otros modelos se satisface plenamente con importaciones.

Durante los primeros siete meses de 1998, la evolución del comercio exterior regional de nuestro país se caracterizó por: a) un importante superávit comercial con los Estados Unidos y déficit con Canadá; b) un superávit comercial con el agregado del resto de países de América; c) un déficit comercial con Europa, Asia y el resto del mundo; y d) un importante dinamismo de nuestras exportaciones a los Estados Unidos, al crecer 11.6 por ciento (a pesar de la contracción en las exportaciones petroleras), mientras que las importaciones de ese país aumentaron sólo 5.7 por ciento (ver cuadro 14).

CUADRO 14
SALDO REGIONAL DE LA BALANZA COMERCIAL
 Millones de dólares

	Ene.-Jul.				Variación Porcentual			
	1997		1998		E xportación		Importación	
	1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998
TOTAL	624	2,149	-3,629	-5,778	15.0	8.7	22.7	18.6
ZONA DEL TLC	12,490	8,259	5,809	-2,450	16.6	10.6	21.2	17.9
Estados Unidos	12,301	8,059	6,187	-1,872	17.0	11.6	21.4	17.9
Canadá	189	200	-378	-578	-0.7	-30.8	12.8	16.0
RESTO DEL MUNDO	-11,866	-6,110	-9,438	-3,328	5.4	-4.4	28.0	21.0
Resto de América	4,022	2,319	1,880	-438	7.9	-3.8	27.2	19.0
Europa	-6,270	-3,354	-4,906	-1,552	11.7	-7.7	28.8	22.6
Asia	-9,106	-4,788	-5,971	-1,183	-12.2	-3.8	27.2	18.2
Otros	-512	-287	-441	-155	47.7	35.7	31.9	48.2

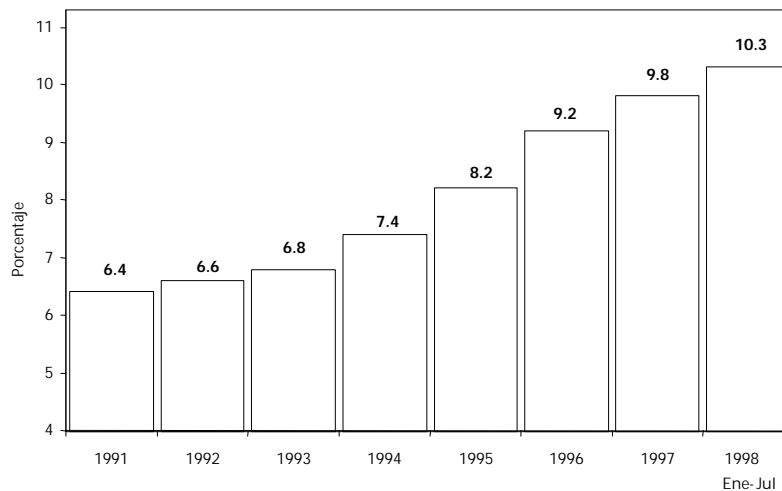
Es pertinente resaltar que en el periodo enero-julio de 1998, México se mantuvo como el tercer proveedor de mercancías al mercado de los Estados Unidos (precedido por Canadá y Japón), logrando incrementar su participación en las importaciones hechas por ese país (ver gráfica 22). En efecto, en 1997 Estados Unidos adquirió de México un 9.8 por ciento de sus importaciones, cifra que pasó a 10.3 por ciento en los primeros siete meses del presente año.

Hay dos aspectos adicionales que merecen comentarse con relación al intercambio comercial con nuestro vecino del norte. Por un lado, en el lapso enero-julio de 1998 el valor de nuestras exportaciones a los Estados Unidos superó a la suma de las ventas externas que realizaron a ese país los cuatro países denominados "Tigres Asiáticos" (Corea del Sur, Hong Kong, Singapur y Taiwan). Por otro lado, el dinamismo de las exportaciones de México a Estados Unidos ha superado al de la mayoría de las ventas a ese país por parte de las economías de Asia. De esa manera, las exportaciones de México a Estados Unidos crecieron 11.6 por ciento en los primeros siete meses del presente año y las no petroleras lo hicieron en 16.2 por ciento. En el mismo lapso las exportaciones a los Estados Unidos por parte de Taiwan, Corea, Singapur y Hong Kong mostraron tasas de 3.5, 3.5, -6.0 y 8.4 por ciento, respectivamente, mientras que las de Tailandia, Indonesia,

Malasia y Filipinas fueron de 8.1, 2.7, 4.5 y 20.3 por ciento, respectivamente. Por su parte, las exportaciones de Japón y China a Estados Unidos crecieron 1.1 y 16.4 por ciento en el período referido. Los del agregado de esos 10 países de Asia, lo hicieron en 5.2 por ciento.

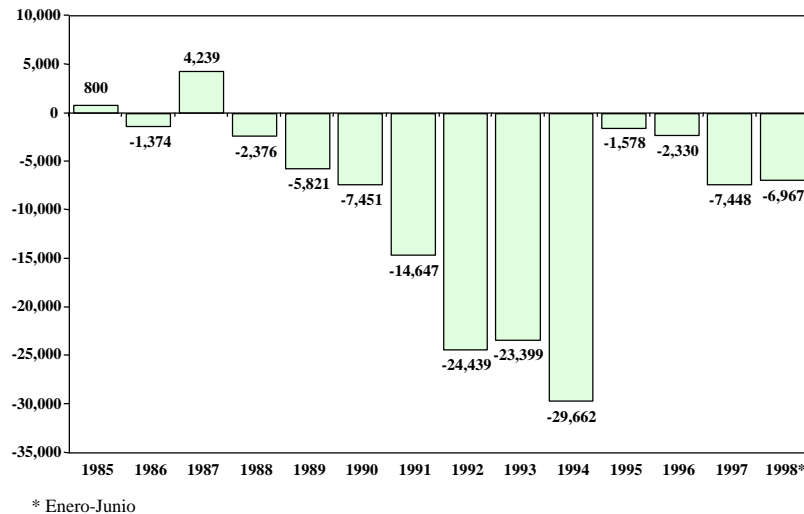
GRAFICA 22

**PARTICIPACION DE LAS EXPORTACIONES MEXICANAS
EN LAS IMPORTACIONES DE ESTADOS UNIDOS**



En la primera mitad de 1998, la cuenta corriente de la balanza de pagos mostró un déficit de 6,967 millones de dólares (ver gráfica 23), equivalente a 3.26 puntos porcentuales del PIB. Dicho saldo se originó de la combinación de un superávit en la cuenta de transferencias (de 2,677 millones de dólares) y déficit en las balanzas comercial (2,891 millones de dólares), de servicios no factoriales (87 millones de dólares) y de servicios factoriales (6,666 millones de dólares; ver cuadro 15). El déficit corriente del segundo trimestre fue ligeramente mayor al del primer trimestre, pero inferior al del cuarto trimestre del año pasado.

GRAFICA 23
CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS
 Millones de dólares



CUADRO 15
CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS
 Millones de dólares

	Enero-Junio		Variación Absoluta C - B	Contribución a la Variación
	1997 A	1998 B		
Cuenta Corriente	-7,448	-1,285	-6,967	-100.0%
Balanza Comercial	624	2,210	-2,891	-89.8
Exportaciones	110,432	52,539	58,112	98.1
Importaciones	109,808	50,329	61,003	-187.9
Balanza de Serv.No Factoriales	-530	367	-87	-8.0
Balanza de Serv. Factoriales	-12,790	-6,478	-6,666	-3.3
Transferencias	5,248	2,616	2,677	1.1

La evolución de la cuenta corriente en el primer semestre de 1998 estuvo muy influida por el comportamiento de la balanza comercial, la que a su vez se vio afectada por la severa contracción que registraron las exportaciones petroleras. En efecto, el déficit de la cuenta corriente del primer semestre

hubiera resultado de 5,197 millones de dólares, de haberse mantenido el valor de la exportación petrolera al nivel que había registrado en el primer semestre del año pasado. Cabe comentar que casi 90 por ciento del aumento del déficit de la cuenta corriente del primer semestre de 1997 al mismo lapso del año en curso se explica por la variación en el saldo de la balanza comercial (ver cuadro 15).

Durante la primera mitad del presente año la balanza de servicios no factoriales se mantuvo prácticamente en equilibrio, al registrar un pequeño saldo negativo de 87 millones de dólares. Este resultó de ingresos por 6,028 millones de dólares y egresos por 6,115 millones de dólares. El rubro de viajeros internacionales (suma de los renglones de turistas y excursionistas) arrojó un saldo superavitario de 2,175 millones de dólares. Dicho saldo provino de ingresos de viajeros internacionales a nuestro país por 4,126 millones de dólares, en tanto que las erogaciones de los residentes en sus viajes al extranjero sumaron 1,951 millones de dólares. Los ingresos por viajeros internacionales crecieron 4.1 por ciento y los egresos 16.8 por ciento. El resto de los renglones que integran la balanza de servicios no factoriales registraron un déficit conjunto de 2,262 millones de dólares. Este se explica en buena medida por el pago de fletes, seguros y servicios portuarios, renglones que están muy vinculados al dinamismo del comercio exterior.

La balanza de servicios factoriales mostró en el primer semestre del presente año un déficit de 6,666 millones de dólares, muy cercano al de 6,478 millones de dólares que se observó en igual periodo del año anterior. Por concepto de intereses, rubro que constituye el principal renglón de este balance, hubo una erogación neta de 4,080 millones de dólares, producto de ingresos por 2,018 millones de dólares y egresos por 6,098 millones de dólares. Cabe comentar que los pagos por intereses registraron un monto ligeramente menor al del primer semestre de 1997 (1.2 por ciento más bajo). Ello fue el resultado neto de tres factores que ejercieron influencia en

dirección opuesta: por un lado, disminuyeron los pagos de intereses del sector público, en respuesta a diversas operaciones efectuadas en 1997, que permitieron reducir tanto el costo como el saldo de los pasivos del sector público con el exterior; también disminuyeron dichos pagos como resultado del menor nivel de las tasas de interés externas aplicables en ese periodo. Por otro lado, se incrementaron los pagos de intereses del sector privado, consecuencia de un mayor endeudamiento externo neto de este sector. Los demás renglones que conforman la balanza de servicios factoriales mostraron en su conjunto un déficit de 2,586 millones de dólares, principalmente debido a las utilidades de las empresas con inversión extranjera.

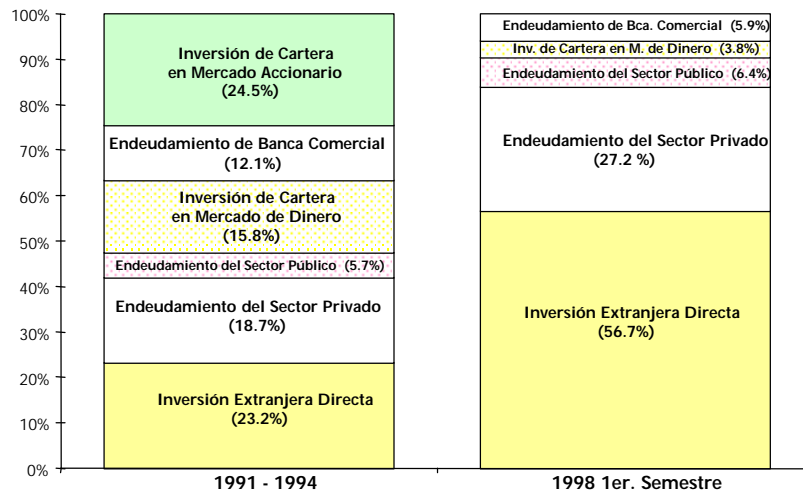
La balanza de transferencias presentó en la primera mitad de 1998 un superávit de 2,677 millones de dólares, que representó un incremento de 2.3 por ciento con respecto al lapso comparable del año pasado. El principal componente de esta balanza lo constituyen los envíos de recursos que los residentes en el exterior, de origen mexicano, hacen a sus familiares en nuestro país (remesas familiares), mismos que ascendieron a 2,480 millones de dólares.

La cuenta de capital de la balanza de pagos mostró un superávit de 7,125 millones de dólares en el primer semestre de 1998. Este monto provino principalmente de un monto importante de inversión extranjera directa y de endeudamiento de largo plazo del sector privado no bancario. De esa manera el superávit de la cuenta de capital en el presente año ha reflejado fundamentalmente entradas de capital de largo plazo (ver gráfica 24).

La cuenta de capital también se caracterizó por un moderado endeudamiento del sector público y una salida neta de recursos en el rubro de inversión de cartera. Esto último como reflejo de la desinversión en países con mercados financieros emergentes que han llevado a cabo inversionistas institucionales de países desarrollados durante la mayor parte de 1998, en respuesta a los colapsos en los países asiáticos y en

Rusia, y al temor de que dicho fenómeno se propague a Latinoamérica.

GRAFICA 24
COMPOSICION DE LAS ENTRADAS NETAS DE CAPITAL



* En la barra correspondiente a 1998 no aparece el concepto de inversión de cartera en el mercado accionario, pues dicho rubro en términos netos resultó negativo

Durante el primer semestre de 1998 se observó una evolución favorable de la inversión extranjera directa. Este renglón registró un flujo de 5,280 millones dólares, lo que es evidencia de que los empresarios del exterior mantienen una percepción positiva sobre la rentabilidad de los proyectos de inversión de largo plazo en nuestro país. De ese monto de recursos, 2,654 millones de dólares correspondieron a nuevas inversiones; 1,377 millones de dólares a reinversión de utilidades; y 1,249 millones de dólares a incrementos de pasivos con la matriz en el exterior.

La inversión extranjera de cartera registró un egreso neto por 402 millones de dólares en los primeros seis meses del presente año, por las razones ya explicadas. Esta salida de recursos estuvo conformada por un flujo negativo de 759 millones de dólares en el mercado accionario y una

entrada por 357 millones de dólares a través del mercado de dinero.

En la primera mitad del presente año el sector público registró un monto moderado de endeudamiento externo neto por 599 millones de dólares, producto de disposiciones por 11,160 millones de dólares y amortizaciones por 10,561 millones de dólares. Sobresalen en estas operaciones la colocación de un bono global a 10 años por 1,000 millones de dólares --que representó la primera operación de un emisor soberano de un país con mercados financieros emergentes desde el inicio de la crisis en Asia--, y la de un bono en liras italianas por el equivalente de 424 millones de dólares.

El sector privado registró un endeudamiento neto por 3,090 millones de dólares en el primer semestre del año, al mantenerse abierto el acceso a los mercados internacionales de capital. De ese monto, 2,538 millones de dólares correspondieron al sector no bancario y los restantes 552 millones a la banca comercial. La mayor parte de ese endeudamiento neto fue de largo plazo, ya que en el caso de los pasivos del sector privado no bancario su plazo promedio fue de 7.6 años. Por su parte, el renglón de activos externos de residentes del país presentó un aumento que significó un flujo negativo por 1,442 millones de dólares.

La combinación de un déficit en la cuenta corriente por 6,967 millones de dólares, un superávit de 7,125 millones de dólares de la cuenta de capital y una entrada neta de recursos en el renglón de errores y omisiones por 1,617 millones de dólares, dio lugar a un incremento de la reserva internacional neta del Banco de México por 1,775 millones de dólares en la primera mitad de 1998 (ver cuadro 16). Al cierre de junio el saldo de la reserva internacional neta ascendió a 29,778 millones de dólares, en tanto que el de los activos internacionales netos alcanzó 21,812 millones de dólares.

CUADRO 16
BALANZA DE PAGOS
 Millones de dólares

	1997	Enero-Junio	
		1997	1998
Cuenta Corriente	-7,448	-1,285	-6,967
Cuenta de Capital	15,411	3,698	7,125
Pasivos	8,695	5,014	8,567
Endeudamiento	-7,583	-2,214	3,689
Sector Público	-7,716	-927	599
Sector Privado	3,620	1,892	3,090
No Bancario	5,489	4,499	2,538
Bancario	-1,869	-2,607	552
Banco de México	-3,487	-3,179	0
Inversión Extranjera	16,278	7,228	4,878
Directa	12,478	4,602	5,280
Mercado Accionario	3,215	2,328	-759
Mercado de Dinero	585	298	357
Activos	6,716	-1,316	-1,442
Errores y Omisiones	2,549	1,817	1,617
Var.Reserva Int. Neta	10,494	4,221	1,775
Ajustes	18	9	0

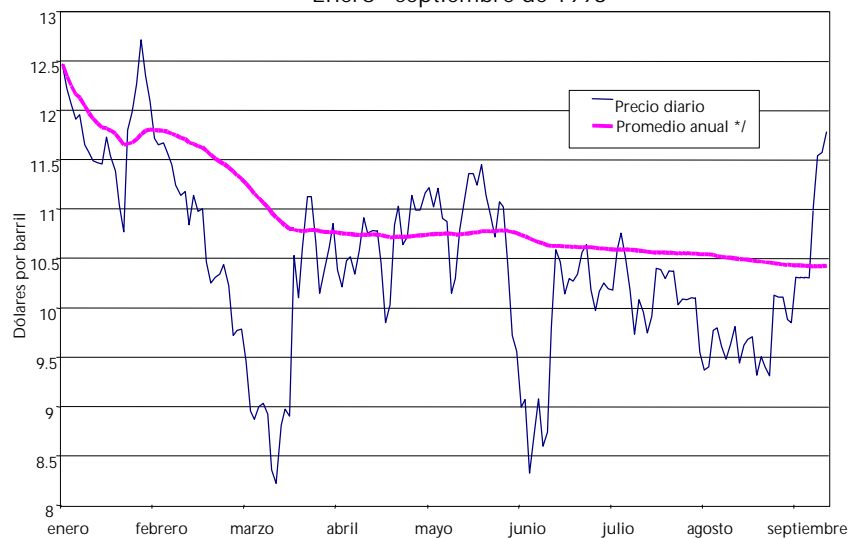
II.4. Finanzas Públicas

Durante el tiempo transcurrido de 1998, la política fiscal ha sido manejada con flexibilidad y prudencia, respondiendo oportunamente a las perturbaciones externas.

Para 1998 se tenía programado un déficit fiscal económico de 1.25 por ciento del PIB, con base en un precio promedio esperado para el año del crudo de exportación de 15.50 dólares por barril. Sin embargo, como ya fue mencionado en secciones anteriores, a lo largo de 1998 el precio internacional del hidrocarburo ha mantenido una tendencia a la baja (ver gráfica 25), por lo que la cotización de referencia se ha revisado de 15.5 a 11.5 dólares por barril, además de que la plataforma de exportación se ha reducido en 200 mil barriles diarios. Tales modificaciones implican una caída de 36,247 millones de pesos (m.p.) en los ingresos públicos esperados para 1998, cifra

equivalente al 0.96 por ciento del PIB⁴. La gran sensibilidad de los ingresos públicos a las fluctuaciones en la cotización internacional del crudo se debe a que los ingresos petroleros del sector público presupuestario ascienden aproximadamente a 33 por ciento del total (a partir de información preliminar al primer semestre).

GRAFICA 25
PRECIO DE LA MEZCLA MEXICANA DE PETROLEO DE EXPORTACION
Enero - septiembre de 1998



*/ Promedio móvil de las observaciones diarias en el año.

Ante el significativo impacto que ha tenido (y tendrá) la disminución de los precios petroleros en las finanzas públicas, las autoridades hacendarias optaron por realizar tres ajustes al presupuesto acordado para el año. Dichos ajustes fueron anunciados en enero, marzo y julio, a medida que el precio promedio del crudo esperado para el año se fue revisando a la baja. Las medidas consistieron tanto en reducciones del gasto como en reconsideraciones de ingresos y en la apropiación de

⁴ Este importe está ajustado por la disminución en el gasto asociada a las menores participaciones que las entidades federativas y los municipios recibirán del Gobierno Federal.

disponibilidades de algunos fideicomisos públicos. Las contracciones al gasto programable ascendieron a 29,775 m.p. (0.79 por ciento del PIB); para mantener el déficit económico en el nivel inicialmente proyectado, el remanente se obtuvo de los mayores ingresos tributarios que se han venido observando, así como de la apropiación mencionada. El cuadro 17 muestra el detalle de los citados ajustes presupuestales.

CUADRO 17
AJUSTES A LAS FINANZAS PUBLICAS EN 1998
Millones de pesos

CONCEPTOS	Estimación		Ajustes 2/			Estimación	
	Original ¹	Primero	Segundo	Tercero	Total	Revisada	
Balance Económico Público de Caja	-47,348.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-47,348.0	
Balance Extrapresupuestal	750.0	0.0	0.0	0.0	0.0	750.0	
Balance Presupuestal	-48,098.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-48,098.0	
Ingresos Presupuestales	803,288.6	-16,818.5	-10,159.6	-6,330.4	-33,308.5	769,980.1	
Petroleros 3/	299,907.7	-16,818.5	-12,332.0	-10,630.4	-39,780.9	260,126.8	
No Petroleros	503,380.9	0.0	2,172.4	4,300.0	6,472.4	509,853.3	
Tributarios	302,416.1	0.0	0.0	1,500.0	1,500.0	303,916.1	
No Tributarios	200,964.8	0.0	2,172.4	2,800.0	4,972.4	205,937.2	
Gasto Presupuestal	851,386.6	-16,818.5	-10,159.6	-6,330.4	-33,308.5	818,078.1	
Programable	593,523.7	-15,274.8	-9,000.0	-5,500.0	-29,774.8	563,748.9	
No Programable	257,862.9	-1,543.7	-1,159.6	-830.4	-3,533.7	254,329.2	
Intereses	127,478.0	0.0	0.0	0.0	0.0	127,478.0	
Participaciones	112,402.8	-1,543.7	-1,159.6	-830.4	-3,533.7	108,869.1	
Otros	17,982.1	0.0	0.0	0.0	0.0	17,982.1	

1/ En los CGPE para 1998 se consideraba originalmente un precio promedio anual del petróleo crudo de exportación de 15.5 dpb y una plataforma de exportación de 1.892 mbd.

2/ En el primer, segundo y tercer recortes se consideran precios del petróleo crudo de exportación de 13.5, 12.5 y 11.5 dpb, respectivamente. En el segundo y tercer ajuste hay una plataforma de exportación petrolera inferior en 0.1 y 0.2 mbd respecto a la meta original, por lo que la nueva plataforma es de 1.718 mbd.

3/ Si se toma en cuenta el menor pago de participaciones que el Gobierno Federal cubre a las entidades federativas y municipios, el resultado neto del ajuste total es de 36,247.2 mp, es decir, 39,780.9 menos 3,533.7 mp.

El ajuste de las finanzas públicas ante la caída en los precios del petróleo ha perseguido básicamente dos objetivos: por un lado, contener el deterioro del déficit de la cuenta corriente ante la aludida perturbación externa; y por el otro, evitar que

aumenten los requerimientos financieros del sector público, pues de otra manera el propio gobierno estaría desplazando al sector privado de los mercados crediticios al inducir mayores tasas de interés. De esta manera, se preserva un marco macroeconómico congruente, el cual facilita el ajuste del sector externo, y se protege el dinamismo de la actividad económica sin causar presiones inflacionarias.

Durante los primeros seis meses de 1998, el sector público no financiero obtuvo un superávit económico de caja de 4,218 m.p., mientras que el superávit económico primario alcanzó un nivel de 58,025 m.p., los cuales son, respectivamente, 88 y 37 por ciento inferiores en términos reales a los registrados en el primer semestre de 1997 (ver cuadro 18).

CUADRO 18
RESUMEN DE LAS FINANZAS PUBLICAS
Millones de Pesos

CONCEPTO	Ene - Jun		Variación Real (%)
	1997	1998	
A. Balance Económico de Caja	30,612	4,217	-88.0
Gobierno Federal	12,063	-6,596	n.s.
Pemex	4,596	-3,593	n.s.
Resto de Organismos y Empresas	13,313	17,092	11.4
Balance Extrapresupuestal	640	-2,686	n.s.
B. Balance Económico Primario	80,171	58,025	-37.2
Gobierno Federal	52,140	35,443	-41.0
Pemex	11,026	2,150	-83.1
Resto de Organismos y Empresas	14,695	18,361	8.5
Balance Extrapresupuestal	2,310	2,071	-22.2

p/ Cifras preliminares.

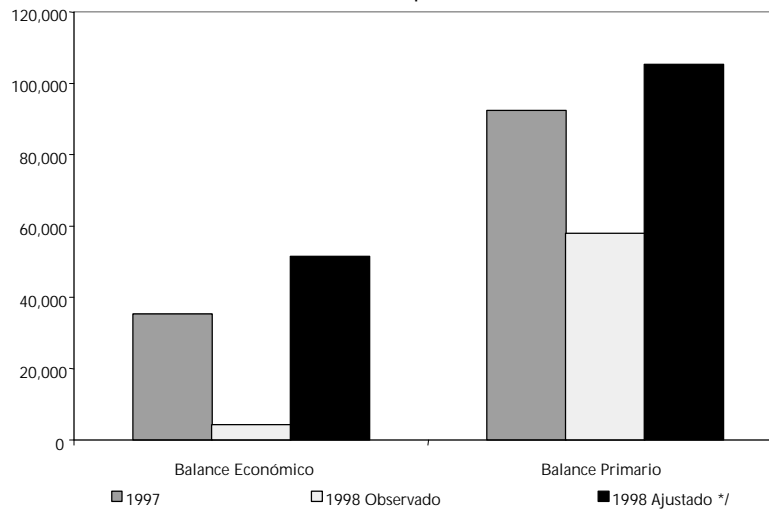
n.s. no significativo

Fuente: SHCP.

Los citados resultados de las finanzas públicas son consecuencia de los siguientes factores: el efecto en los ingresos públicos de la caída en el precio internacional del petróleo crudo; el mayor gasto asociado a la reforma del sistema de

seguridad social; y, el cambio en el calendario del gasto público hacia un patrón más uniforme durante el año. De no haberse presentado estos factores, el balance fiscal hubiera arrojado un superávit económico de caja de 51,530 m.p., es decir, 46 por ciento en términos reales mayor al de 1997 (ver gráfica 26).

GRAFICA 26
BALANCES ECONOMICO Y PRIMARIO
 ENERO-JUNIO
 Millones de pesos de 1998



*/ Excluye el efecto de la caída en el precio del petróleo, de la reforma a la seguridad social y el cambio en el calendario del gasto público.

Los ingresos públicos del primer semestre del año ascendieron a 368,880 m.p., lo que representó una baja de 8.2 por ciento real respecto al mismo periodo del año anterior. Del monto total recibido, el 71 por ciento correspondió al Gobierno Federal y el resto a organismos y empresas bajo control presupuestal. A la caída en los ingresos públicos contribuyeron tanto las menores percepciones del Gobierno Federal como las de los organismos y empresas bajo control presupuestal directo. Los principales factores que explican este resultado fueron los siguientes: la ya mencionada reducción en el precio de la mezcla del crudo mexicano de exportación (que impactó

negativamente los ingresos de Pemex y los ingresos petroleros del Gobierno Federal); los menores ingresos por privatizaciones; la baja en los ingresos de Ferronales (resultado de la privatización de algunas líneas de esta empresa); y la menor percepción de cuotas obrero-patronales del IMSS, asociado esto último a la entrada en vigor de la nueva Ley del Instituto a partir de julio del año pasado. Por su parte, la recaudación tributaria ayudó a compensar parte de las pérdidas por los conceptos anteriormente mencionados, al mostrar un crecimiento real de 16.1 por ciento en el semestre. Dicho incremento se atribuye al dinamismo de la actividad económica del país y a las medidas tendientes a vigilar y facilitar el cumplimiento de las obligaciones fiscales de los contribuyentes.

Por lo que toca al gasto público, éste disminuyó 1.5 por ciento real respecto al mismo periodo del año pasado, al registrar un nivel de 361,977 m.p. Ello se debió al menor costo financiero de la deuda pública, ya que el gasto primario se mantuvo casi al mismo nivel real alcanzado el año anterior. En este último resultado se reflejan tanto las adecuaciones asociadas a los dos primeros ajustes presupuestales por la baja del precio del petróleo, como las mayores erogaciones durante la primera parte del año vinculadas al proceso de descentralización del gasto público y al gasto derivado de la nueva Ley del Seguro Social.

Los dos ajustes a las finanzas públicas realizados en el primer semestre del año (el tercero fue anunciado en julio) afectaron el inicio de nuevos proyectos, así como el ritmo de ejecución de algunos otros, correspondientes en su mayoría a los sectores energético, y de comunicaciones y transportes. Por el contrario, se protegió el gasto social, en especial el dirigido a fomentar el capital humano y social; el canalizado a los procesos de descentralización de los sectores de educación y salud; así como el destinado a la infraestructura social, estatal y municipal.

Durante el primer semestre de 1998, el saldo de la deuda neta económica amplia del sector público⁵ presentó una contracción de 2.2 puntos porcentuales del PIB con respecto al saldo observado en diciembre de 1997, al pasar de 24.2 por ciento en esa fecha a 22.0 por ciento al cierre de junio del año en curso. Esta tendencia decreciente se observa desde 1995 cuando dicha razón representó el 38.5 por ciento del PIB.

Por lo que respecta a la relación de la deuda externa neta a PIB, esta disminuyó en el primer semestre de 1998 en 1.3 puntos porcentuales en relación a la cifra de cierre de 1997. La disminución en la deuda externa fue resultado principalmente de ajustes contables a la baja, derivados básicamente de fluctuaciones en el tipo de cambio del dólar con respecto a otras monedas, y de un incremento de los activos financieros del Gobierno Federal en el exterior.

Cabe enfatizar que para la segunda mitad del año, así como para 1999, no existen montos significativos de vencimientos en la deuda pública externa, que ejerzan presión en la cuenta de capital de la balanza de pagos. Este hecho es de gran relevancia, a la luz de la problemática que han venido experimentando los mercados financieros internacionales.

En materia de deuda interna, ésta también presentó una tendencia descendente con respecto al PIB, al pasar de 4.7 a 3.9 por ciento, de diciembre de 1997 a junio de 1998, respectivamente. Este hecho se atribuye a recuperaciones de cartera otorgada por la banca de desarrollo, así como al incremento temporal de las disponibilidades del Gobierno Federal en el Banco de México.

⁵ La deuda neta económica amplia del sector público comprende los pasivos netos del Gobierno Federal y del sector paraestatal, así como el endeudamiento, los activos financieros y los resultados de los intermediarios financieros oficiales (banca de desarrollo y los fideicomisos oficiales de fomento).

Con objeto de darle certidumbre a los participantes en los mercados financieros nacionales, en enero de 1998 las autoridades hacendarias dieron a conocer el calendario y los montos de las colocaciones de valores públicos para el primer semestre del año. Durante ese lapso dichas colocaciones se llevaron a cabo conforme a los montos y plazos previstos. A finales de junio, se anunció el calendario que correspondería al segundo semestre del año. Sin embargo, el seguimiento de este último se vio afectado por el impacto de la volatilidad observada en los mercados financieros internacionales, que hizo más riesgosa para los inversionistas la compra de valores públicos a tasa fija de largo plazo. En virtud de ello, se decidió flexibilizar dicho calendario para adecuar temporalmente la mezcla de títulos ofrecidos por el Gobierno Federal a las condiciones del mercado.

Esta flexibilización consistió en suspender transitoriamente la colocación programada de valores públicos de mediano y largo plazo a tasa fija y sólo subastar valores de corto plazo o de plazo de vencimiento más largo pero con tasa revisable cada 28 ó 91 días. La acción tuvo como objetivo minimizar el costo financiero de la deuda pública en un contexto de incertidumbre en los mercados financieros nacionales.

II.5. Inflación

Después del incremento abrupto en la tasa anual de inflación que se observó durante 1995, como resultado de las devaluaciones de la moneda nacional en ese año y a finales de 1994, fue posible entrar en un proceso de desinflación significativa, el cual abarcó de inicios de 1996 hasta finales de 1997. Ciertamente, la aplicación de un programa de estabilización congruente fue esencial para obtener el resultado mencionado, aunque también es pertinente resaltar que en ese entonces se presentaron factores muy propicios para el rápido abatimiento de la inflación. Entre dichos factores, destaca un

entorno externo favorable, el cual, junto con un manejo prudente de las políticas monetaria y fiscal, dieron lugar a un comportamiento estable del tipo de cambio.

Durante 1996 se presentaron algunos episodios en los que el Banco de México tuvo que restringir temporalmente su postura de política monetaria. Sin embargo, durante todo 1997 fue posible mantener la política monetaria en una posición neutral y a la vez conseguir un abatimiento sustancial en la inflación.

Desde el inicio de 1998, la historia ha sido diferente. Durante el año en curso, el progreso en la reducción de la inflación ha encontrado obstáculos mayores a los anticipados. El resultado ha sido que la inflación anual durante los meses transcurridos de 1998 ha fluctuado entre 15 y 15.5 por ciento, interrumpiéndose la tendencia decreciente que había mostrado desde 1996.

Entre los factores que explican la evolución observada de la inflación durante 1998, destacan las fuertes presiones sobre la cotización de la moneda nacional causadas por un entorno externo desfavorable. Los principales factores que contribuyeron a esta última situación fueron la caída del precio del petróleo y la inestabilidad de los mercados financieros internacionales. Como se mostrará más adelante, la depreciación del peso ha impactado directamente los precios de los bienes comerciables, a la vez de que ha inducido movimientos al alza de las expectativas de inflación. La mayor inflación esperada, por su parte, se ha reflejado en las revisiones salariales contractuales y en mayores precios de una amplia variedad de bienes y servicios. También han ocurrido otros fenómenos de menor importancia que han afectado la evolución del nivel general de los precios, como lo son el ajuste inesperado de algunos precios sujetos a control oficial y una elevación desmesurada (con respecto a su comportamiento estacional típico) de los precios de las frutas y legumbres por factores climáticos. El resultado final ha sido una inflación

mayor a la esperada, a pesar de que el Banco de México restringió su postura de política monetaria en marzo, junio, agosto y septiembre.

Si bien las medidas adoptadas en lo monetario tienen capacidad limitada para contrarrestar en su totalidad en el corto plazo las perturbaciones inflacionarias recibidas, dichas acciones son indispensables para moderar las expectativas inflacionarias y retomar en el futuro cercano la tendencia decreciente de la inflación.

II.5.1. Evolución de la Inflación medida a través el Índice Nacional de Precios al Consumidor.

En el cuadro 19 se muestra en detalle la evolución reciente de la inflación, medida a través del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). En particular, se presentan las variaciones del índice en varios periodos.

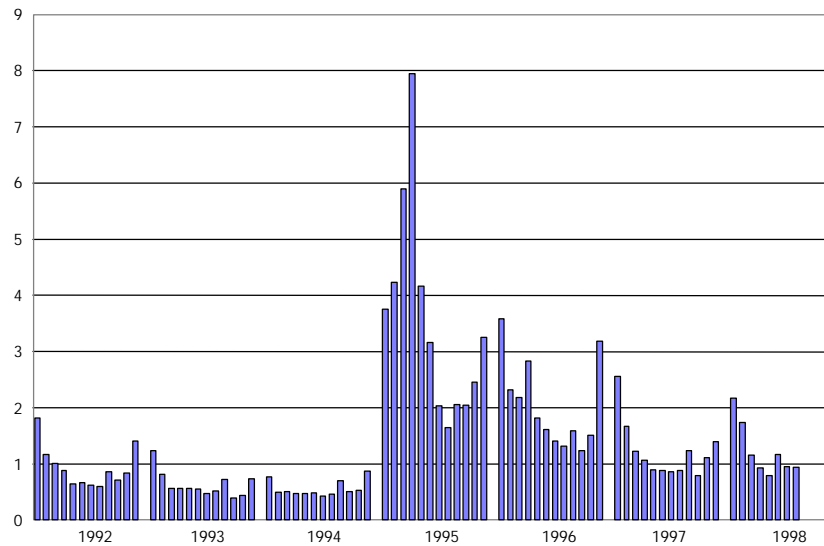
CUADRO 19
INDICE NACIONAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
Variaciones en por ciento

Mes	Mensuales		Anuales		Acumuladas respecto a diciembre anterior	
	1997	1998	1997	1998	1997	1998
Enero	2.57	2.18	26.4	15.3	2.6	2.2
Febrero	1.68	1.75	25.6	15.4	4.3	4.0
Marzo	1.24	1.17	24.5	15.3	5.6	5.2
Abril	1.08	0.94	22.3	15.1	6.7	6.2
Mayo	0.91	0.80	21.2	15.0	7.7	7.0
Junio	0.89	1.18	20.4	15.3	8.7	8.3
Julio	0.87	0.96	19.7	15.4	9.6	9.3
Agosto	0.89	0.96	19.2	15.5	10.6	10.4
Septiembre	1.25		18.8		12.0	
Octubre	0.80		18.2		12.9	
Noviembre	1.12		17.8		14.1	
Diciembre	1.40		15.7		15.7	

Del cuadro destacan los siguientes factores:

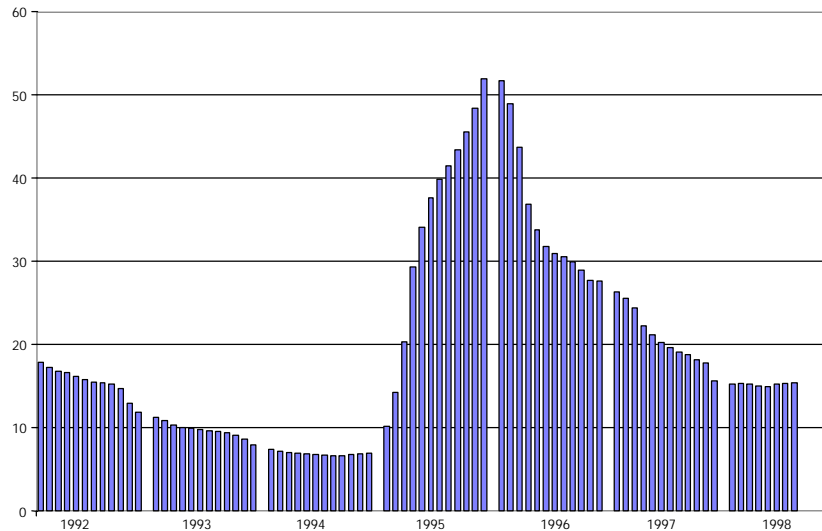
- (a) En algunos meses (febrero, junio, julio y agosto), la inflación mensual fue mayor que la del mismo mes del año anterior, evento que no había sucedido en todo 1997 (ver gráfica 27).

GRAFICA 27
INDICE NACIONAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
Variaciones mensuales en por ciento



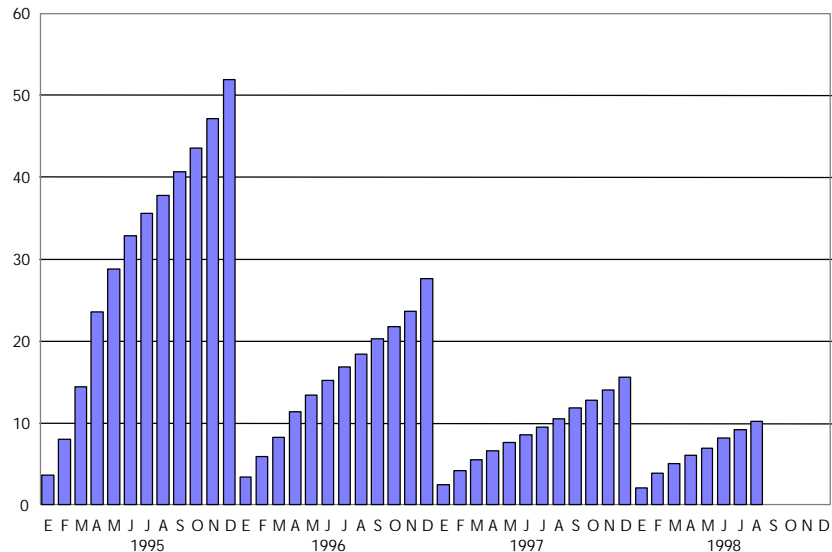
- (b) Si bien al inicio del año la tasa anual de inflación continuó mostrando una tendencia general a la baja, a partir de junio dicha tendencia se ha revertido (ver gráfica 28).

GRAFICA 28
INDICE NACIONAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
Variaciones anuales en por ciento



- (c) La inflación acumulada al mes de agosto de 1998 ya es prácticamente igual a la correspondiente al mismo lapso del año anterior (ver gráfica 29).
- (d) Con base en la evidencia presentada, se pueden identificar dos etapas en el tiempo transcurrido de 1998: la primera de enero a mayo, en la que en términos generales la inflación anual mantuvo una tendencia a la baja, las inflaciones mensuales fueron menores a las del año anterior (con excepción de febrero) y la inflación acumulada en el año era marcadamente inferior a la correspondiente de 1997; y la segunda de junio a agosto, en la que fundamentalmente la tendencia de una inflación anual decreciente se ha revertido.

GRAFICA 29
INDICE NACIONAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
 Variaciones con respecto a diciembre del año anterior en por ciento

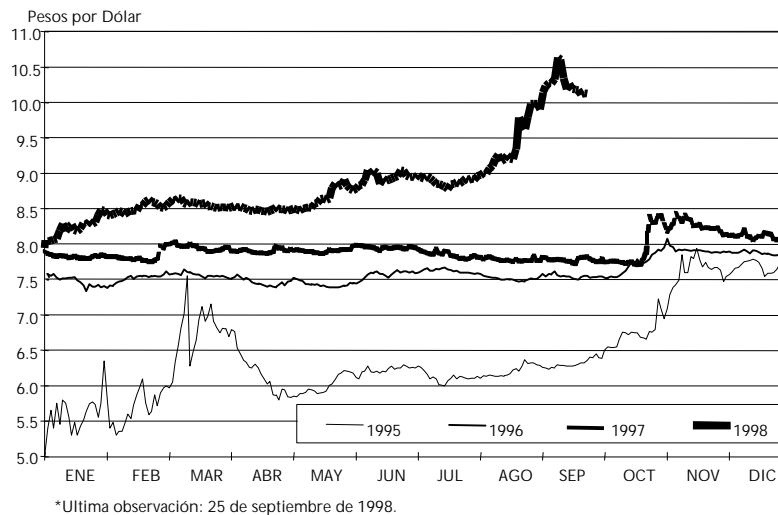


Es pertinente señalar que la inflación de enero de 1998 fue la más baja que se ha registrado para un mes de enero a partir de 1994. Esto ocurrió a pesar de que la revisión de los salarios mínimos correspondientes al año en curso entró en vigor al inicio de ese mes, mientras que en los años previos el citado ajuste había sucedido en diciembre del año anterior. La inflación de enero de 1998 también fue alterada por los efectos rezagados del alza a la tarifa del metro de la Cd. de México y del incremento a los precios de las gasolinas que habían entrado en vigor en la segunda quincena de diciembre de 1997. Así, a pesar del impacto de ajustes determinados administrativamente, la inflación de enero de 1998 fue de 2.18 por ciento, mientras que en el mismo mes del año anterior el alza de los precios había sido de 2.57 por ciento.

En febrero de 1998, la inflación mensual se redujo a 1.75 por ciento, a pesar de que nuevos ajustes de precios públicos -- en este caso de la tortilla y masa -- hicieron que esa inflación mensual fuera superior a la correspondiente de 1997 y que por

primera vez desde enero de 1996, la inflación anual suspendiera temporalmente su tendencia decreciente. Sin embargo, a partir de marzo la tasa de inflación declinó sostenidamente, alcanzando en mayo un nivel de 0.80 por ciento, la menor variación mensual de índice desde noviembre de 1994. A su vez, la inflación anual llegó a 15.0 por ciento, su nivel más bajo desde febrero de 1995. Este comportamiento de la inflación estuvo influido por la relativa estabilidad del tipo de cambio (ver gráfica 30).

GRAFICA 30
TIPO DE CAMBIO INTERBANCARIO 48 HRS.
1995-1998



En junio, la tendencia decreciente de la inflación mensual se volvió a interrumpir, al rebotar ésta a 1.18 por ciento, nivel incluso superior al observado en ese mismo mes de 1997. Dos factores explican este fenómeno: por un lado, un nuevo ajuste en el precio de la tortilla y masa, que por el peso de estas mercancías en la canasta de referencia del INPC añadieron 0.28 puntos porcentuales a la inflación del mes; y en adición, el impacto inflacionario de una depreciación más acelerada de la moneda nacional que comenzó a finales de mayo.

De hecho, a partir de junio la inflación anual ha ido en ascenso, fundamentalmente debido a la fuerte depreciación que ha sufrido el peso como resultado de las perturbaciones del exterior. El inesperado movimiento cambiario, a partir de finales de mayo, se ilustra en la gráfica 30 y marca claramente la distinción entre el periodo durante el cual la inflación anual mantuvo una tendencia general a la baja, y el lapso posterior, de junio a agosto, en el que la inflación anual ha ido en aumento, llegando a 15.5 por ciento al cierre del último intervalo.

Es pertinente añadir que en julio y agosto existió otro elemento que elevó las tasas de inflación mensuales correspondientes: la presencia de condiciones climáticas adversas para las actividades agropecuarias, consistentes en la prolongación del estiaje y en las altas temperaturas, lo que afectó al desarrollo de los cultivos y elevó considerablemente los precios de las frutas y verduras.

Recapitulando, se puede decir que los factores que más han influido en la evolución de la inflación en el tiempo transcurrido de 1998, han sido los siguientes:

- (a) la rápida depreciación de la moneda nacional, en particular en el periodo mayo-septiembre, producto de las inusitadas perturbaciones externas;
- (b) los ajustes de precios sujetos a control oficial (tortilla y masa); y
- (c) el incremento atípico de los precios de las frutas y legumbres, como resultado de un clima errático.

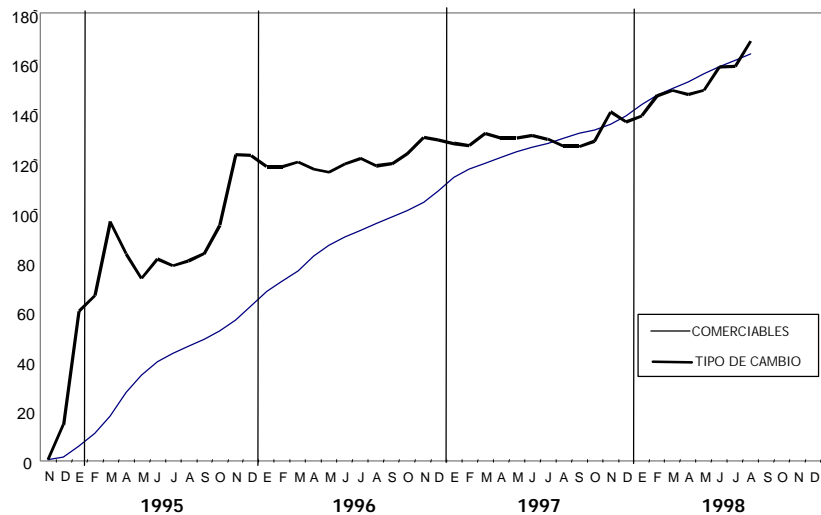
Es conveniente validar estas conclusiones y profundizar en la manera en que los factores mencionados inciden sobre la inflación, mediante el análisis detallado de algunos subíndices del INPC.

Los movimientos del tipo de cambio afectan el comportamiento de la inflación por dos vías: de manera directa, a través de su impacto sobre el precio de los bienes comerciables; e indirectamente, al influir sobre las expectativas de inflación, las cuales, a su vez, modifican a otros precios en la economía.

Los bienes comerciables son aquéllos que son objeto de intercambio internacional, por lo que su precio en moneda nacional depende de su precio externo y del tipo de cambio. Dado el grado de la apertura comercial de la economía nacional, la participación de los bienes comerciables en la canasta de referencia del INPC es bastante grande; de hecho, se puede decir que prácticamente todas las mercancías son comerciables o tienen un alto contenido de insumos comerciables, por lo que el precio de éstas responde a los movimientos cambiarios. En la gráfica 31 se muestra la correlación que existe entre la variación acumulada del tipo de cambio y la de los precios de bienes comerciables, correlación que se ha estrechado desde mediados de 1997. Esto último debido al acelerado ritmo de crecimiento económico que ha prevalecido a partir de entonces, lo que le ha facilitado a las empresas repercutir más rápido en sus precios el impacto de la depreciación cambiaria.

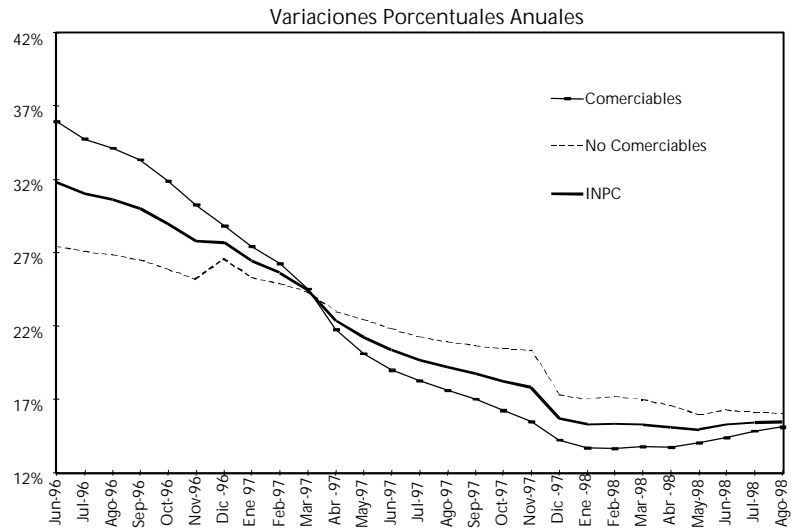
GRAFICA 31
**VARIACIONES ACUMULADAS DE LOS PRECIOS DE BIENES
 COMERCIALES EN EL INPC Y DEL TIPO DE CAMBIO**

Base nov. 1994 = 100



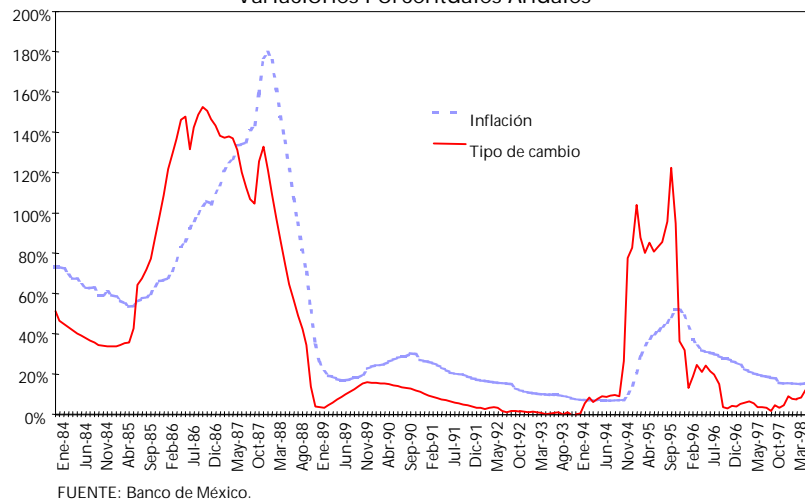
Para poder observar la importancia del efecto directo del tipo de cambio sobre la inflación medida por el INPC, en la gráfica 32 se presenta las variaciones anuales del INPC y las de los subíndices de precios de bienes comerciables y no comerciables. De dicha gráfica es notorio que durante 1996 y particularmente 1997 el comportamiento de los precios de bienes comerciables estuvo acentuando la tendencia a la baja de la inflación general, lo cual no resulta sorprendente dada la relativa estabilidad mostrada por el tipo de cambio en ese entonces. Sin embargo, es perceptible que a partir de enero de 1998 las variaciones anuales de los precios de bienes comerciables empiezan a tener un punto de inflexión y desde mayo dicho subíndice está ejerciendo presiones que hacen que la inflación anual también comience a mostrar una incipiente tendencia al alza.

GRAFICA 32
**EVOLUCION DEL INPC, DE PRECIOS BIENES
 COMERCIALES Y DE NO COMERCIALES**



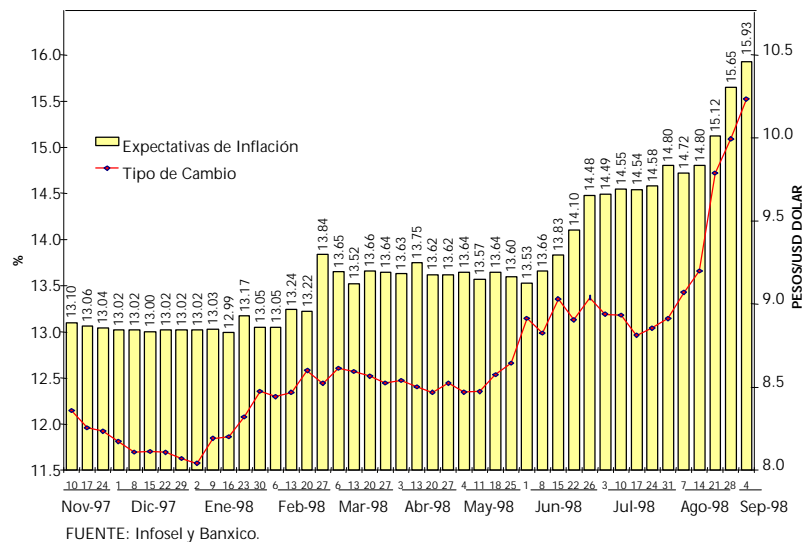
Por otro lado, como ya se mencionó, el comportamiento del tipo de cambio afecta a la inflación de manera indirecta, vía su efecto sobre las expectativas de inflación. Las expectativas inflacionarias en el caso de México se ven fácilmente afectadas por depreciaciones cambiarias debido a la correlación histórica que ha exhibido la inflación con los movimientos del tipo de cambio (ver gráfica 33).

GRAFICA 33
**COMPORTAMIENTO HISTORICO DE LA INFLACION Y DEL
 TIPO DE CAMBIO**
 Variaciones Porcentuales Anuales



De ahí que no sea sorprendente que las expectativas de inflación de los agentes económicos respondan de manera ágil a los cambios más marcados de la tendencia del tipo de cambio, tal como se muestra en la gráfica 34. En dicha gráfica se reporta como se han ido corrigiendo al alza las expectativas inflacionarias de los operadores del mercado de dinero para el cierre del año, en respuesta al comportamiento del tipo de cambio.

GRAFICA 34
RELACION ENTRE LAS EXPECTATIVAS DE
INFLACION Y EL TIPO DE CAMBIO

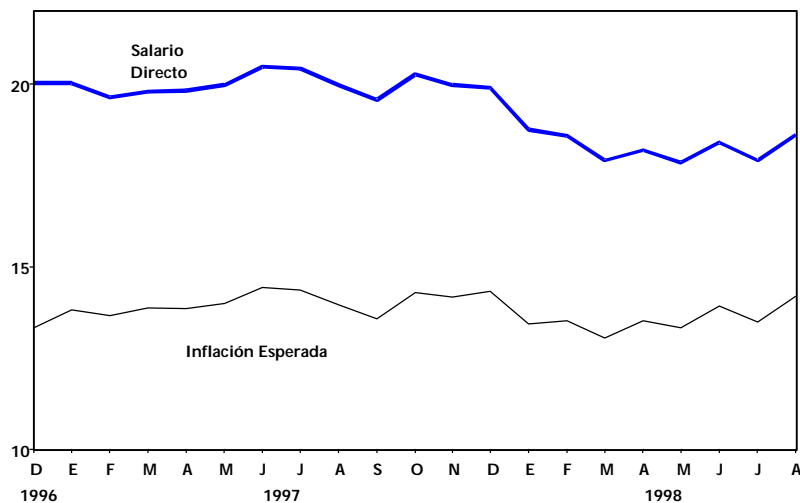


Los cambios en las expectativas de inflación se transmiten a mayores precios finales, fundamentalmente, a través del impacto que tienen sobre las remuneraciones de los insumos para la producción, en particular sobre los salarios. Las variaciones de éstos tienen por lo general dos componentes: uno real, que tiende a estar asociado a las ganancias de la productividad de la mano de obra, mientras que el otro corresponde a la inflación esperada durante la vigencia de los contratos laborales. Por tanto, si la inflación esperada se eleva, los trabajadores tenderán a demandar mayores salarios nominales, a lo que las empresas accederán en la medida en que presuman que dichos aumentos pueden repercutirse en sus precios finales. Los precios de bienes y servicios no comerciables, intensivos en mano de obra en su producción, son aquéllos que se ven afectados de manera más inmediata por este proceso. De esta manera, las mayores expectativas inflacionarias tienden a materializarse en una mayor inflación.

Para ilustrar el argumento recién presentado, se procedió a identificar la inflación esperada implícita en las revisiones salariales contractuales en al industria manufacturera desde 1997. Puesto que las revisiones salariales a una fecha dada tienen vigencia para los siguientes doce meses, incorporan la inflación correspondiente. Si los trabajadores esperaran una tendencia decreciente de la inflación, la tendencia del componente de inflación esperada también debería ser decreciente, lo que ciertamente no ha sido el caso para el tiempo transcurrido de 1998 (ver gráfica 35). De hecho, las revisiones salariales contractuales han resultado ser mayores a lo que se esperaba al inicio del año, sin haberse visto un concomitante incremento en el crecimiento de la productividad media de la mano de obra.

GRAFICA 35
**INCREMENTOS SALARIALES EN SECTOR MANUFACTURERO
E INFLACION ESPERADA**

Promedios móviles de tres meses de las variaciones porcentuales anuales



De acuerdo con lo anterior, el subíndice de precios de bienes y servicios no comerciables en el INPC debería mostrar variaciones anuales estables o crecientes, lo cual precisamente es lo que se ha observado durante los últimos meses (ver gráfica

32). Desde el inicio de este año las variaciones de los precios de los bienes y servicios no comerciables dejaron de contribuir de manera marcada en el abatimiento de la inflación, e incluso a partir de junio explican parte de la tendencia al alza que ha retomado la inflación anual. Así pues, la depreciación no esperada que ha registrado la moneda nacional durante el año no sólo ha impulsado al alza los precios comerciables, sino también a los no comerciables, vía mayores salarios nominales (aunque no necesariamente reales).

Como ya se dijo, se identificaron dos factores adicionales que han causado que la inflación anual haya avanzado a un ritmo mayor al esperado durante 1998: los ajustes a algunos precios sujetos a control oficial y el alza extraordinaria de los precios de frutas y verduras, en respuesta a factores climatológicos.

Con respecto al primer factor mencionado, durante 1998 se han incrementado en tres ocasiones⁶ los precios de la tortilla y la masa. Estos ajustes en precios sujetos a control oficial tienen sin duda un impacto directo sobre el INPC. Pero además se ha probado⁷ que la revisión inesperada de precios públicos o sujetos a control oficial (como los de las gasolineras, electricidad o tortilla) tienden a afectar a la dinámica de la inflación, pues inciden sobre las expectativas inflacionarias, lo que a su vez hace que las revisiones referidas tengan un impacto sobre la inflación más que proporcional al peso del bien o servicio en cuestión dentro de la canasta de referencia del INPC. El efecto magnificado de los ajustes de precios públicos o sujetos a control oficial sobre la inflación, responde fundamentalmente a que éstos se utilizaron ampliamente como parte del ancla nominal de la economía en el periodo 1988-1994.

⁶ Uno más se dio el 18 de septiembre, el cual impactará en la inflación mensual de ese mes y la de octubre.

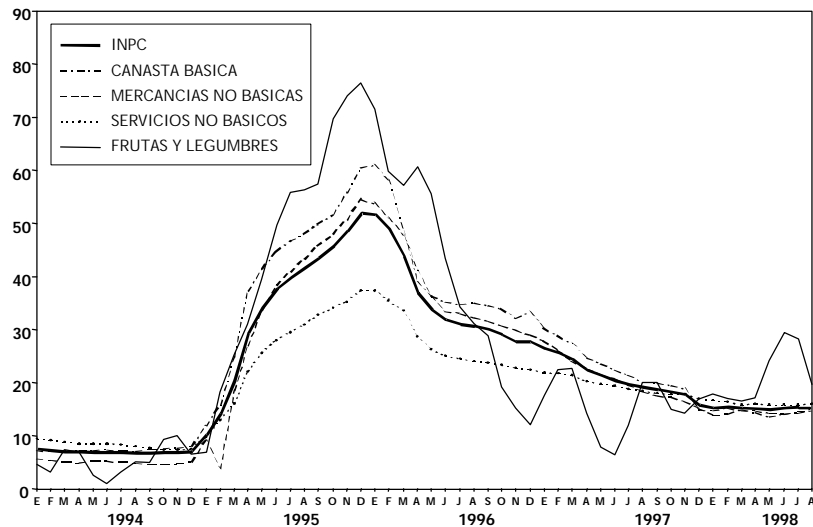
⁷ Ver el documento de trabajo No. 9709 de la Dirección General de Investigación Económica del Banco de México intitulado "Efecto de los Precios Administrados sobre la Inflación".

En la gráfica 34 se puede percibir el incremento que tuvieron las expectativas de inflación de febrero a marzo y de junio a julio, después del anuncio del precio de la tortilla y la masa (el tipo de cambio no tuvo variaciones importantes en esas fechas específicas).

Para evitar el efecto magnificado de los ajustes de precios administrados sobre la inflación, no es razonable suprimir el ajuste, pues en ese caso se generaría un problema fiscal o de desabasto. La solución más bien se encuentra en que dichos cambios se efectúen preferentemente con el anuncio de la inflación objetivo para el periodo y con las medidas que en principio harían posible el alcance de éste.

Por último, para ilustrar la magnitud del incremento mayor al esperado de los precios de las frutas y legumbres durante 1998, en la gráfica 36 se presenta el comportamiento de diferentes subíndices del INPC. En dicha gráfica resalta el aumento anormal de los precios de los satisfactores aludidos, resultando plenamente entendible su impacto sobre las variaciones anuales del INPC.

GRAFICA 36
ESTRUCTURA DE LA INFLACION AL CONSUMIDOR
 Variaciones anuales en por ciento



A manera de conclusión, podría decirse que, de hecho, la inflación enero-agosto ha sido mayor en aproximadamente 2 puntos porcentuales a la estimada al inicio del año. Dicha diferencia se explica por el comportamiento observado del tipo de cambio, de los salarios contractuales, de los aumentos no esperados de la tortilla y la masa, y por el incremento mayor al esperado del precio de las frutas y legumbres. Las aportaciones a la inflación de cada uno de los factores mencionados se estiman respectivamente en 0.85, 0.30, 0.45 y 0.40 puntos porcentuales.

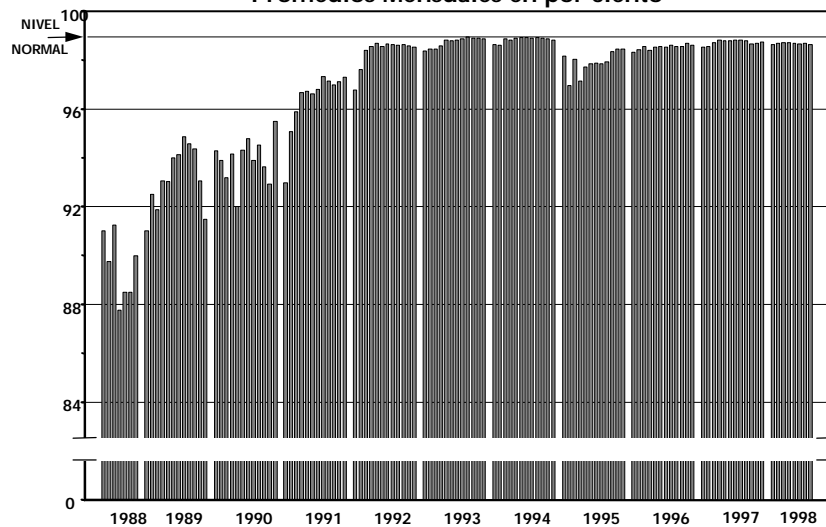
II.5.2. Abastecimiento de bienes básicos

Durante el lapso enero-agosto de 1998, 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 37). El satisfactorio nivel de abasto de bienes básicos alcanzado durante los primeros ocho meses de 1998 es atribuible en lo fundamental a la política de mantener precios flexibles.

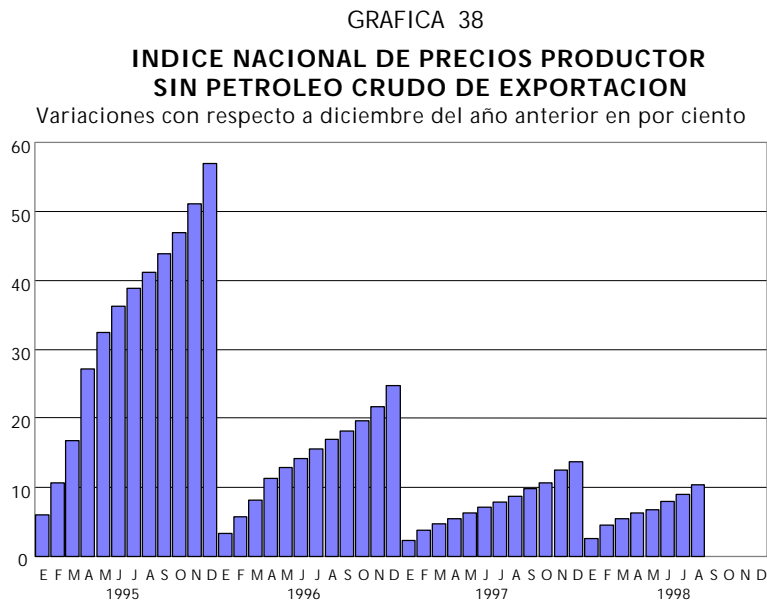
La experiencia histórica indica que prácticamente en ninguna economía es posible mantener el abastecimiento en un nivel de 100 por ciento para todos los productos, aun cuando no haya restricción alguna al ajuste de precios o sobre las actividades industriales y comerciales. La disponibilidad inmediata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

GRAFICA 37
**INDICE NACIONAL DE ABASTECIMIENTO DE
 ARTICULOS DE LA CANASTA BASICA**
 Promedios Mensuales en por ciento



II.5.3. Precios Productor

En el transcurso de los ocho primeros meses de 1998, la variación del Índice Nacional de Precios Productor sin petróleo crudo registró una elevación de 10.31 por ciento. Esta variación es más elevada que la observada durante el mismo periodo de 1997, de 8.72 por ciento. Como se puede apreciar en la gráfica 38, el ascenso acumulado de este índice a cada mes de 1998 fue mayor que el correspondiente al mismo lapso de 1997.



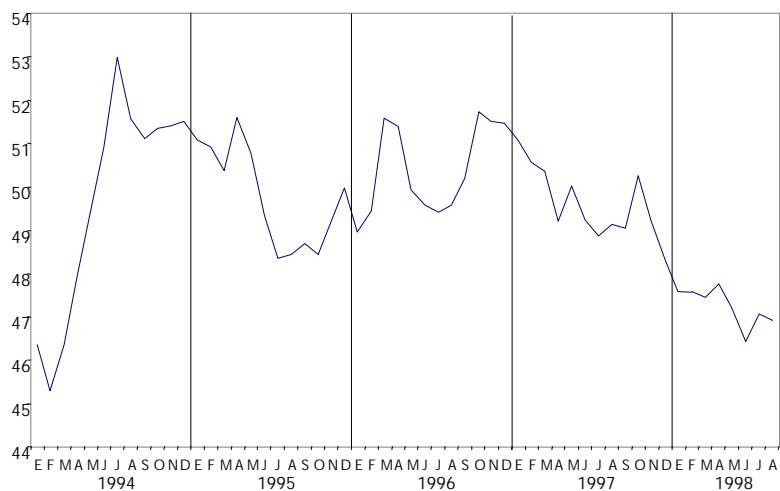
Por lo que se refiere al Índice de Precios Productor con servicios y sin petróleo, su crecimiento en el periodo enero-agosto de 1998 ascendió a 10.72 por ciento, alza ligeramente mayor a la ocurrida en el mismo periodo de 1997 (10.11 por ciento).

Durante los primeros ocho meses de 1998, las ramas de la actividad económica que registraron los mayores aumentos en

los precios de su producción son: molienda de maíz y sus productos, cerveza y malta, servicios de esparcimiento, tabaco, azúcar y derivados, transporte, bebidas alcohólicas, vidrio y sus productos, agricultura y productos medicinales.

Por lo que hace a los precios del comercio exterior, se estima preliminarmente que durante los primeros ocho meses del año, el índice de términos de intercambio (precio relativo de nuestras exportaciones en relación a nuestras importaciones) tuvo, en promedio, un movimiento adverso de 2.87 por ciento (ver gráfica 39). Cabe apuntar que la disminución de dicho indicador en el periodo de agosto de 1997 a agosto de 1998 fue aún más severa, al alcanzar 4.49 por ciento. Los precios que han sufrido el mayor deterioro durante los ocho primeros meses del año han sido los de las exportaciones de petróleo (30.7 por ciento), café (30.3 por ciento), cobre (13.6 por ciento), mieles (19.6 por ciento) y gas natural (19.0 por ciento). Los precios externos de los bienes que importa México han permanecido relativamente constantes.

GRAFICA 39
INDICE DE TERMINOS DE INTERCAMBIO EN DOLARES
Base 1980 = 100



III. POLITICA MONETARIA, CAMBIARIA Y MERCADOS FINANCIEROS

III.1. Política Monetaria

Como se menciona en la introducción, en la Exposición sobre la Política Monetaria para 1998 el instituto central anticipó que durante el año en curso habría mayor volatilidad en los mercados internacionales y que el acceso del país a recursos del exterior presentaría mayor dificultad que en 1997. Se advirtió además que, dependiendo de la profundidad y duración de la crisis externa, podría materializarse un menor crecimiento económico, un mayor déficit en la cuenta corriente y presiones inflacionarias adicionales.

En la citada Exposición, la Junta de Gobierno del Banco de México indicó también que sería altamente deseable que, ante la posibilidad de un ámbito internacional más volátil y difícil, las políticas económicas a adoptarse durante el año fueran flexibles, se promoviera una mayor coordinación entre ellas y se redoblaran los esfuerzos para continuar fortaleciendo a la economía nacional. De esta forma se estaría en mejor condición para absorber, al menor costo posible, las perturbaciones que se llegaran a enfrentar.

A la luz de lo anterior, el programa monetario del Banco de México para 1998 se diseñó ante la posibilidad de que la política monetaria tuviera que aplicarse en un ambiente internacional adverso. Por esta razón, el programa previó el uso de reglas específicas para evitar la generación de excesos de oferta de dinero y, lo que es más importante en la coyuntura actual, la posibilidad de ajustar la política monetaria a través de acciones directas del banco central. La inclusión de este último elemento en el programa monetario se explica porque, salvo contadas excepciones, las políticas monetarias sustentadas exclusivamente en reglas de aplicación automática no parecen haber sido suficientes para contener las turbulencias financieras

que aparecen de tiempo en tiempo y que entorpecen los procesos de estabilización. De esta manera, el programa monetario del Banco cuenta con un elemento de flexibilidad que permite a la autoridad monetaria reaccionar ante situaciones inesperadas, disponiéndose así con mayores elementos para influir sobre la inflación.

En la misma Exposición, se previó la posibilidad que la economía enfrentase perturbaciones que requirieran ajustes en precios relativos. En particular, se advirtió que las depreciaciones de las monedas de algunos países asiáticos, los cambios en los términos de intercambio del país y un acceso más limitado a los mercados internacionales de capitales podrían hacer necesario un ajuste en el precio relativo entre bienes comerciables y no comerciables en México. También se señaló la posibilidad de tener que inducir cambios en precios relativos de la economía mediante medidas de política fiscal, como sucede cuando se decretan incrementos en los precios de algunos bienes y servicios públicos o sujetos a control oficial. Si bien este tipo de ajustes son indispensables para restablecer el equilibrio en algunos mercados, suelen tener un impacto inmediato sobre la inflación, en virtud de que un conjunto importante de precios de bienes, servicios y factores son inflexibles a la baja. En la mencionada Exposición se apuntó que, en tales circunstancias, el Banco de México no impediría el impacto directo de los ajustes aludidos sobre el nivel general de los precios. Esta reacción del instituto central responde a la idea de que las acciones de política monetaria que podría adoptar tienen un efecto retardado sobre la inflación, por lo que si se quisiera contrarrestar de inmediato efectos sorpresivos sobre el ritmo de crecimiento de los precios, la modificación de la política monetaria tendría que ser de tal magnitud, que los costos sobre la sociedad serían de consideración.

Si el banco central intentara evitar el impacto directo sobre la inflación de los ajustes en los precios relativos, en una

situación en que los agentes económicos no ajustasen inmediatamente sus expectativas ni sus decisiones de precios y salarios en respuesta a las acciones de la autoridad, el resultado podría ser costos laborales y financieros reales excesivamente altos para las empresas. Los márgenes de utilidad decrecerían, e incluso podrían tornarse negativos. Todo ello conduciría a menor inversión, empleo y actividad económica con perjuicios para el bienestar social que podrían llegar a ser elevados. Precisamente los altos costos que en las circunstancias descritas producirían los intentos de una acelerada reducción de la inflación, explican la tendencia de los bancos centrales a graduar la intensidad de sus medidas en busca de la estabilidad de precios.

Sin embargo, el Banco de México tiene que cumplir con su mandato constitucional, por lo que se estableció que el instituto central, en respuesta a aumentos de precios asociados al ajuste de precios relativos, evitaría que el impacto secundario de dichos incrementos afectara de manera perdurable la dinámica de la inflación subyacente y las expectativas inflacionarias. Así, ante el proceso de ajuste de precios relativos --necesario para resolver los desequilibrios macroeconómicos que surgen en el camino--, la política monetaria procuraría que no se alimentara una espiral inflacionaria.

Durante el tiempo transcurrido del presente año, la economía mexicana ha enfrentado fuertes perturbaciones de origen externo, que han sido mucho mayores que las esperadas. Estos choques del exterior, de magnitud sorpresiva, se han dado como producto de la brusca reducción de los precios del crudo de exportación, la profundización de la crisis asiática y el contagio de ésta a Rusia y a algunos países de Latinoamérica. En respuesta, al ajustar en repetidas ocasiones su política monetaria, el instituto central ha intentado mitigar los impactos adversos de los choques externos sobre la inflación y, de manera indirecta, sobre el crecimiento económico.

También se ha dado una adecuada coordinación entre las políticas monetaria y fiscal. El Gobierno Federal actuó para absorber el choque externo causado por la caída del precio del petróleo, mediante la aplicación de tres ajustes fiscales en lo que va del año. Así, el sector público evita recurrir a mayor financiamiento, a la vez de que impide se generen presiones inflacionarias adicionales.

Durante 1998, las grandes depreciaciones de las monedas de los países asiáticos en crisis, la caída del precio del petróleo, la contracción de las entradas de capital y la variación inesperada de los precios de bienes y servicios que tienen un peso importante en el INPC (por ejemplo tortillas, masa, frutas y legumbres), han inducido ajustes en precios relativos, situación que en primera instancia ha tenido un impacto inmediato al alza en el nivel general de precios (como se describió en la sección anterior de este documento). El Banco de México procedió a restringir su postura de política monetaria, con el objeto de procurar que las variaciones directas en el INPC se quedaran como impactos de una vez por todas en el índice, y afectaran lo menos posible las expectativas de inflación de mediano y largo plazo.

Así pues, el Banco de México ha venido actuando durante el tiempo transcurrido de 1998 conforme a lo establecido en su programa monetario para el año. Esto se analiza con detalle a continuación.

III.1.1. Principales Elementos del Programa Monetario para 1998.

En enero de 1998, el Banco de México dio a conocer los lineamientos básicos de su programa monetario. Dicho programa se fijó como objetivo coadyuvar al abatimiento de la tasa anual de inflación a 12 por ciento al cierre de 1998.

Los elementos fundamentales del programa son los siguientes:

Primero: El Banco de México, como regla general, ajusta diariamente la oferta de dinero primario en forma que dicha oferta corresponda a la demanda de base monetaria. Cualquier desequilibrio no intencional en la liquidez del mercado de dinero que resulte de errores en la estimación diaria de la demanda de base, se corrige mediante las operaciones inmediatas siguientes que el banco central lleva a cabo en el mercado monetario.

La aplicación estricta de esta regla de operación implica que el Banco de México satisface pasivamente la demanda de base monetaria que se le manifiesta. También significa que el instituto central esteriliza el impacto monetario de las variaciones de los activos internacionales netos y de las operaciones que efectúe la Tesorería de la Federación en su cuenta con el instituto emisor.

Para que el público contara con un elemento adicional de información y análisis, el Banco de México decidió publicar como añadido al primer elemento fundamental la trayectoria diaria esperada de la base monetaria para el año que en principio se estimaba (al momento de su publicación) congruente con una inflación de 12 por ciento, siempre y cuando se materializaran los supuestos adoptados en su estimación. Además, como complemento a lo anterior, se incorporaron en el programa monetario límites trimestrales a las variaciones del crédito interno neto y compromisos de acumulación mínima de activos internacionales netos.

* * *

Si bien el primer elemento fundamental del programa monetario y sus medidas complementarias evitan que el propio Banco de México produzca excesos de oferta de base monetaria,

no pueden garantizar por sí solos que en el corto plazo se logre el abatimiento deseado de inflación. Esto se debe a que podrían aparecer presiones inflacionarias adicionales por otras vías. Por ejemplo, perturbaciones del exterior podrían causar una depreciación de la moneda nacional; los aumentos salariales contractuales en promedio en la economía podrían resultar superiores al objetivo de inflación más los avances en productividad; el crecimiento de la base monetaria podría estar validando una inflación superior a la deseada, ya sea debido a que dicho agregado estuviera creciendo a una tasa excesiva o que la relación entre base monetaria y precios hubiera cambiado; o, la tasa de crecimiento económico podría acelerarse inesperadamente, de tal forma que el PIB creciera temporalmente a tasas superiores a su potencial, lo que a la postre redundaría en una mayor inflación.

Los eventos citados en el párrafo anterior podrían, por sí solos, inducir elevaciones en las tasas de interés, las cuales tenderían a mitigar las presiones inflacionarias indeseables. Sin embargo, también podría suceder que el ajuste automático de tasas no fuera suficiente para asegurar un comportamiento razonable de la inflación. En estos casos el Banco de México podría revisar su postura de política monetaria de neutral a restrictiva, primordial, aunque no exclusivamente, mediante la adopción de un "corto"⁸. Por simetría, el Banco de México también debería contar con la facultad de poder relajar su postura de política monetaria, en caso de que se presentaran condiciones que lo hicieran recomendable.

Lo dicho en los párrafos anteriores da lugar al segundo elemento fundamental del programa monetario para 1998:

Segundo Elemento Fundamental del Programa Monetario: El Banco de México se reservaría el derecho de ajustar la postura de la política monetaria, pudiéndola

⁸ Mediante el "corto", el Banco de México proporciona una parte pequeña de la liquidez que los bancos necesitan para que cierre el sistema de pagos a tasas de interés superiores a las prevalecientes en el mercado.

restringir o relajar en caso de que se presentaran circunstancias inesperadas que así lo aconsejasen. Esto significa que la política monetaria sería simétrica en cuanto a la dirección de los ajustes que se le pudieran llegar a hacer durante el año, según fuera el caso.

* * *

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

Tercer Elemento Fundamental del Programa Monetario para 1998: El Banco de México continuará esforzándose para facilitar el seguimiento de sus acciones, comunicando eficaz y oportunamente sus objetivos, el uso de los instrumentos que tiene a la mano y los alcances de la política monetaria en general. Adicionalmente, el banco central se mantendrá vigilante para detectar cambios súbitos en el entorno económico que pudieran afectar a nuestra economía.

III.1.2. Aplicación del Programa Monetario para 1998.

La facultad exclusiva de crear dinero distingue a un banco central de cualquier otra institución financiera. Esta facultad debe ejercerse de una manera prudente, pues de lo contrario se puede generar la causa más elemental de la inflación: los excesos de oferta de dinero primario. Estos producen elevaciones inmediatas en las expectativas inflacionarias del público, lo que a su vez da lugar a depreciaciones cambiarias, elevación de las tasas de interés y alzas en los precios de bienes y servicios. De ahí que la Junta de Gobierno haya establecido

como uno de los elementos fundamentales de su programa monetario para 1998 una regla de operación básica que ofrezca las mayores seguridades de que este instituto central no creará un exceso de base monetaria. Esa regla dice, como se señaló, que el Banco de México ajustará diariamente la oferta de dinero primario en forma de que dicha oferta corresponda a la demanda de base monetaria.

Durante 1998, el instituto central ha respetado en todo momento esa regla de operación básica. Al efecto, conviene analizar la evolución de la base monetaria 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.

Dada la existencia del régimen de encaje promedio cero,⁹ los bancos no tienen la obligación ni los incentivos para mantener saldos positivos en sus cuentas corrientes con el Banco de México. Por tanto, si el Banco de México expandiera arbitrariamente 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 y por montos grandes, lo que efectivamente estaría reflejando un exceso de oferta de

⁹ Como se recordará, en marzo de 1995 el instituto emisor decidió adoptar un esquema de depósitos bancarios en el banco central, denominado 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 deben ser compensados, dentro de periodos de 28 días, con la constitución en otros días saldos de saldos acreedores en esas mismas cuentas, de por 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 días 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, en promedio, durante el periodo de cómputo, saldos positivos en sus cuentas. Así, se puede presumir que los bancos tratarán de dejar sus saldos acumulados en cero al cierre de cada periodo de medición de 28 días, lo cual en principio le será posible lograrlo en caso de que el Banco de México aplique su regla de operación básica.

dinero. Pero, como es evidente en la última columna del cuadro 20, esto no ha sucedido¹⁰.

CUADRO 20
OFERTA Y DEMANDA DE BASE MONETARIA
Saldos en millones de pesos

	COMPONENTES DE LA OFERTA DE BASE MONETARIA		BASE MONETARIA	COMPONENTES DE LA DEMANDA DE BASE MONETARIA	
	Crédito Interno Neto	Activos Internacionales Netos	(1) + (2) = (3) = (4) + (5)	Billetes y Monedas en Circulación	Depósitos Bancarios
	(1)	(2)		(4)	(5)
1997					0
Diciembre	-51,049	159,940	108,891	108,736	156
1998					
Enero	-72,204	171,295	99,091	98,998	93
Febrero	-73,085	171,041	97,956	97,929	27
Marzo	-85,228	180,858	95,630	95,415	215
Abril	-89,899	188,581	98,682	98,682	0
Mayo	-93,574	194,947	101,373	101,306	67
Junio	-96,801	195,984	99,183	99,023	160
Julio	-101,188	203,898	102,710	102,686	24
Agosto	-109,884	211,250	101,366	101,366	0

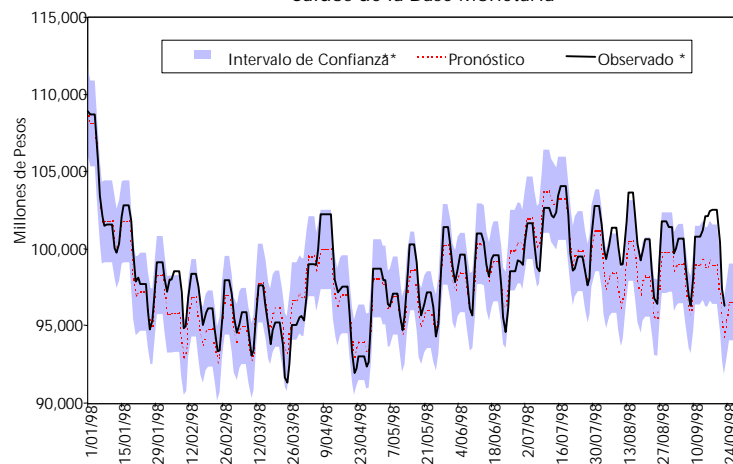
En adición, es pertinente señalar que el Banco de México ha operado durante todos los días que han transcurrido de 1998 con un objetivo ya sea de cero o negativo para los saldos acumulados de las cuentas que lleva al sistema bancario. Es decir, en ningún momento el instituto central ha intentado inyectar más liquidez al mercado que la estrictamente necesaria para satisfacer la demanda de billetes y monedas, manteniendo una postura monetaria neutral o restrictiva. Esto es evidente si se analiza la información que el Banco de México proporciona todos los días al mercado a las 12:00 am, respecto a los saldos correspondientes al cierre del día anterior de las cuentas que el

¹⁰ Los saldos positivos que aparecen en algunos meses fueron el resultado de errores de pronóstico de la demanda de billetes y monedas del último día hábil de los meses citados. Estos saldos positivos se compensaron al día siguiente.

instituto central le lleva a la banca. En consecuencia, la evolución observada de la base no ha sido el resultado de un relajamiento de la política monetaria.

Con respecto a la trayectoria diaria de la base monetaria en el año en curso, ésta se ha mantenido durante la mayor parte del tiempo dentro de la banda en la cual era probable que se moviera según el pronóstico estimado y publicado en enero pasado (ver gráficas 40 y 41). La desviación más reciente fuera de la banda se explica por un error en el pronóstico de la demanda de billetes y monedas en las fechas correspondientes a las fiestas patrias de septiembre, fenómeno que es de naturaleza transitoria.

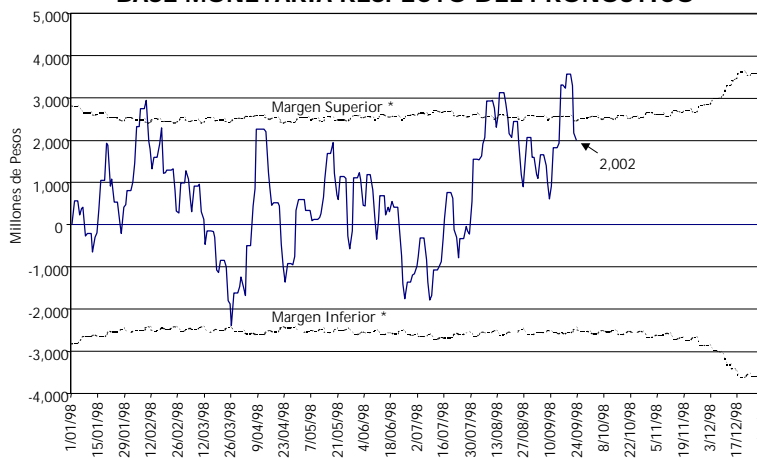
GRAFICA 40
SEGUIMIENTO DEL PRONOSTICO SOBRE LA EVOLUCION
DE LA BASE MONETARIA PARA 1998
Saldos de la Base Monetaria



* Datos observados hasta el 23 de septiembre de 1998.

** Intervalo estadístico calculado con base en la desviación estándar del modelo de pronóstico de manera que al cierre del año éste corresponda a +/- 2.6 % del saldo programado en la *Exposición de Política Monetaria*

GRAFICA 41
**DESVIACIONES DEL SALDO OBSERVADO DE LA
 BASE MONETARIA RESPECTO DEL PRONOSTICO ****



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

** Datos observados hasta el 23 de septiembre de 1998.

En la sección anterior de este documento, en la que se analizó en detalle la evolución de la inflación en el tiempo transcurrido de 1998, se llegó a la conclusión de que el crecimiento acumulado de los precios hasta agosto pasado era aproximadamente 2 puntos porcentuales superior al originalmente anticipado, principalmente debido a perturbaciones exógenas ya explicadas. De ahí que sorprenda que la base monetaria se haya mantenido a grandes rasgos dentro de los límites anticipados.

Para explicar esta aparente contradicción, es conveniente revisar si la evolución de las variables independientes consideradas en la estimación original de la trayectoria de base ha sido muy diferente a la observada. Al efectuar este ejercicio, se obtiene que el crecimiento económico observado ha sido menor al anticipado, mientras que las otras dos variables consideradas, la inflación y las tasas de interés, han sido mayores. En el cuadro 21 se reporta el impacto que han tenido las desviaciones de las variables independientes sobre la

demanda de base monetaria. Como sería lógico esperar, la mayor inflación ha causado una mayor demanda por base, mientras que el menor crecimiento económico y la elevación de las tasas de interés han causado una contracción de la misma, al punto que al mes de agosto los efectos se compensaban casi en su totalidad. De ahí que cuando menos a agosto la trayectoria de base se haya mantenido dentro de su intervalo de confianza, a pesar de una mayor inflación.

CUADRO 21
**IMPACTO SOBRE LA DEMANDA DE BASE MONETARIA
DE ERRORES DE PRONOSTICO DE VARIABLES INDEPENDIENTES**

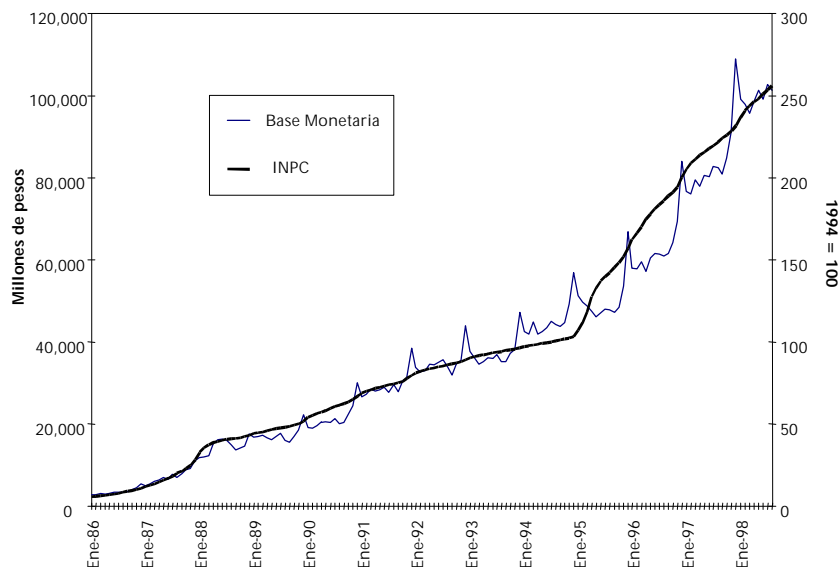
Cifras en millones de pesos

PERIODO	ACTIVIDAD ECONOMICA	INFLACION	TASA DE INTERES	TOTAL
ENERO 98	0	110	55	-55
FEBRERO 98	-77	231	-56	98
MARZO 98	-25	97	-170	-98
ABRIL 98	477	47	-37	488
MAYO 98	-779	-27	-10	-817
JUNIO 98	14	377	-225	166
JULIO 98	418	197	-209	406
AGOSTO 98	-201	186	-276	-291
ENERO - AGOSTO	-173	998	-929	-104

Ahora bien, el hecho de que durante los primeros ocho meses de 1998 casi se compensen las variaciones no anticipadas de la base monetaria causadas por la mayor inflación y las mayores tasas de interés, no es producto de la casualidad. La inflación inesperada ha inducido al Banco de México a restringir la postura de la política monetaria en repetidas ocasiones a partir de marzo (como se explica en detalle en las páginas siguientes), lo cual ha redundado en mayores tasas de interés. Esto último, a su vez, ha limitado el crecimiento de la base monetaria. Por tanto, en ausencia de las reacciones del Banco de México en lo monetario, la mayor inflación hubiera generado un aumento en la cantidad de dinero primario mayor al observado, validándose así plenamente las presiones inflacionarias.

La interacción descrita entre la inflación y la base monetaria da por resultado que: (a) ambas variables se encuentren estrechamente correlacionadas (ver gráfica 42); y, (b) las variaciones en la inflación induzcan en el corto plazo aumentos en la base monetaria¹¹, aunque a la postre este efecto pueda ser diluido por la reacción de la política monetaria a la elevación más acelerada de los precios. Este último resultado es muy importante, pues la causalidad inversa significaría que el instituto central, a través de generar excesos de oferta de dinero, estaría alimentando las presiones inflacionarias.

GRAFICA 42
BASE MONETARIA E INPC



Lo anterior implica que el Banco de México no ha impedido en su totalidad el impacto directo sobre el nivel general de los precios de los choques exógenos, aunque el instituto central ha ajustado decididamente su postura monetaria para evitar que las citadas presiones inflacionarias afecten la dinámica subyacente

¹¹ Este resultado es validado ampliamente por pruebas econométricas.

de la inflación y las expectativas sobre la misma a mediano y largo plazo. Esto se ha hecho mediante la adopción de medidas restrictivas.

A continuación se analizan en detalle las medidas que ha adoptado el Banco de México en el transcurso de 1998.

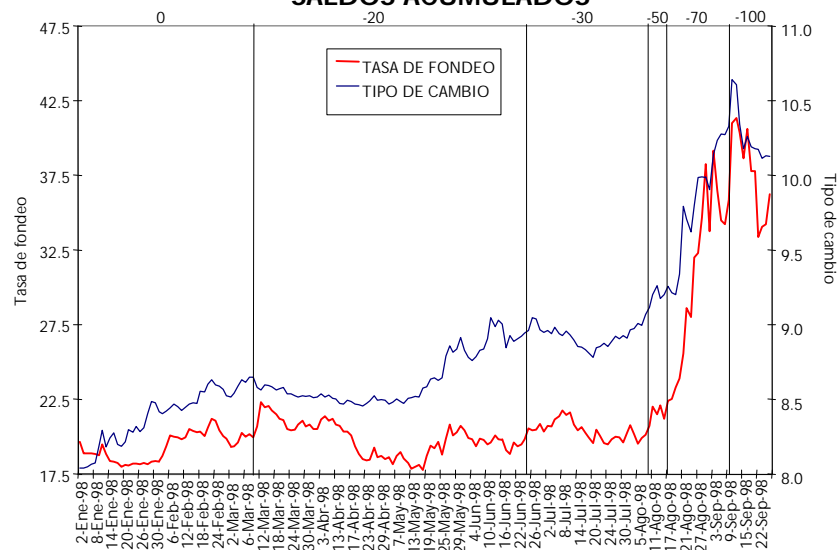
Al inicio del año, los mercados financieros nacionales reaccionaron a la crisis asiática, a la expectativa de que ésta se profundizara y al deterioro del mercado petrolero. Esto no es desusual, pues los mercados de activos responden tanto a los hechos como a las expectativas. Así, las inquietudes causadas por la crisis asiática y la incertidumbre que provocó la caída en el precio del crudo de exportación, contrajeron la entrada de capitales del exterior y generaron una importante depreciación en la cotización del peso durante los primeros dos meses del año -- lo que deterioró las expectativas inflacionarias. Estas últimas se vieron afectadas aún más a inicios de marzo, cuando se dio a conocer el impacto inflacionario que habría tenido la elevación de los precios de la tortilla y la masa, ocurrida en febrero.

Ante la situación descrita, a mediados de marzo de 1998 el Banco de México decidió restringir su postura de política monetaria, con objeto de corregir el deterioro que estaban teniendo las expectativas inflacionarias. En esta ocasión, el instituto emisor impuso un "corto" de 20 millones de pesos.

El que el Banco de México deje "corto" al sistema bancario, equivale a que el instituto central opere con un objetivo de saldos acumulados negativo. 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 esta acción se envía al mercado: que el banco central considera que las tasas de interés deberían elevarse.

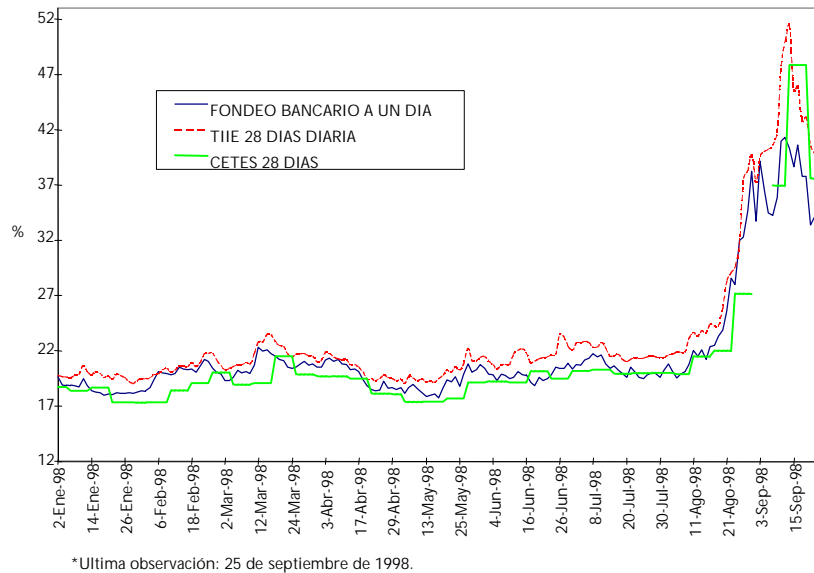
Así pues, como había sucedido en casos anteriores, al aplicarse un “corto” de 20 millones de pesos en marzo pasado, en un inicio las tasas de interés de corto plazo se elevaron de inmediato (ver gráficas 43 y 44), pero conforme las expectativas del mercado fueron mejorando y la cotización del peso se ajustó a la baja, las tasas de interés cayeron, al grado de que a finales de abril se encontraban ya a niveles más bajos que cuando se modificó la postura de la política monetaria. Esto último coincide con lo que se había visto en experiencias anteriores: que a la postre ejercen mayor influencia sobre las tasas de interés de corto plazo las modificaciones del “corto” que su existencia misma.

GRAFICA 43
**TASA DE FONDEO, TIPO DE CAMBIO Y OBJETIVOS DE
 SALDOS ACUMULADOS***



*Última observación: 25 de septiembre de 1998.

GRAFICA 44
COMPORTAMIENTO DE LAS TASAS DE INTERES*



A partir de finales de mayo, el entorno internacional se deterioró significativamente. En ese entonces eran motivo de preocupación para el mercado la presión sobre las monedas de Hong Kong y China, ante un ambiente de crisis profunda en la región; el acelerado deterioro en la situación política y económica de Rusia; y, la inhabilidad de Japón para estimular su economía y resolver su problema bancario. Este entorno externo acentuó la contracción de flujos de capitales hacia países con economías emergentes -- entre los que se encuentra México. El resultado fue una mayor presión sobre el tipo de cambio, lo que a su vez incidió sobre las expectativas inflacionarias. Estas se vieron impactadas también a finales de junio por el segundo incremento en el precio de la tortilla y masa. En respuesta a esta situación, el Banco de México decidió restringir aun más su postura de política monetaria, aumentando el "corto" de 20 a 30 millones de pesos.

Las tasas de interés de corto plazo respondieron nuevamente al alza, aunque el efecto del "corto" se fue diluyendo después de algunas semanas. Esto último coincidió con una apreciación temporal del tipo de cambio durante julio.

Sin embargo, la tregua en las presiones sobre la cotización de la moneda nacional no duró mucho. Durante agosto, las inquietudes sobre Japón y Hong Kong se incrementaron (provocando incluso que las autoridades monetarias de este último intervinieran en todos sus mercados y fortalecieran su consejo monetario), aunque lo más destacado fue el colapso del régimen cambiario en Rusia, en el contexto de una severa crisis de solvencia, lo que obligó a ese país declarar la moratoria sobre su deuda externa e interna, adoptar controles de capital y la intervención de la mayoría de sus bancos. Se desató entonces una profunda crisis económica y política.

Para los países con mercados emergentes el colapso ruso tuvo grandes repercusiones, debido a dos factores:

- (a) Al quedarse atrapados cuantiosos recursos de fondos de inversión internacionales en Rusia, y al enfrentar estas instituciones retiros masivos, se vieron obligados a liquidar sus posiciones en otros mercados emergentes más líquidos o profundos, como en los mexicanos; y
- (b) Al no haberse dado un paquete de apoyo a Rusia coordinado por el Fondo Monetario Internacional y los países del G-7, las grandes instituciones financieras internacionales, han incurrido en grandes pérdidas por sus operaciones en ese país. Esta situación ha modificado completamente la óptica con la que ven al riesgo soberano, lo que las ha inducido a contraer su actividad en otros mercados emergentes.

Por tanto, esta situación desencadenó fuertes presiones contra la moneda nacional. Cabe mencionar que éstas se vieron también acentuadas por asuntos de orden interno, entre otros, la incertidumbre sobre la reforma del sistema financiero. Debido a que las presiones sobre el tipo de cambio durante el mes de agosto se fueron materializando pausadamente, el Banco de México tuvo que adoptar medidas monetarias restrictivas adicionales.

Así, el 10 de agosto de 1998, el Banco de México decidió incrementar el "corto" de 30 a 50 millones de pesos, en respuesta al efecto en las expectativas inflacionarias que causó la depreciación de la moneda nacional que se había venido observando desde finales de julio. La ampliación del "corto" indujo una moderada elevación de las tasas de interés, la cual no fue suficiente para contener la depreciación cambiaria, dada la severidad de las perturbaciones del exterior.

Ante esta situación, una semana después el instituto central procedió a restringir aún más su postura de política monetaria, aumentando el "corto" de 50 a 70 millones de pesos. En esta ocasión, las tasas de interés del mercado interbancario no reaccionaron inmediatamente al alza (ver gráfica 43) después de adoptada la medida mencionada. Parte de esta reacción inusual se explica por el uso excesivo que algunas instituciones bancarias estaban haciendo de las facilidades de crédito intradía, que el banco central ofrece a través del sistema de pagos. De ahí que, un día después de la ampliación del "corto", el Banco de México haya reducido la capacidad de crédito intradía que otorgaba a las instituciones de crédito a través del Sistema de Pagos de Uso Ampliado (SPEUA).

En adición, durante 1998 la efectividad del "corto" se ha visto afectada por un factor coyuntural. El Banco de México, al usar el "corto", envía al mercado una señal alcista para las tasas de interés. Sin embargo, la autoridad monetaria no precisa el monto ni el tiempo en el que las tasas de interés deben subir. Esto depende de la reacción del mercado a la indicación del

banco central. Este mecanismo de transmisión de la política monetaria es una ventaja la mayoría de las veces, pues el ajuste en tasas resulta ser más ágil y flexible. Pero en buena medida, la respuesta al "corto" depende de la posición relativa de los participantes con respecto al Banco de México en el mercado de dinero, lo que en ocasiones puede inhibir la efectividad del "corto".

En 1996, cuando el "corto" resultó muy eficaz en influir sobre la evolución de las tasas de interés de corto plazo, el Banco de México tenía una posición acreedora con respecto al mercado. Dicha posición significa que el mercado inicia el día con un faltante de liquidez que el Banco de México tiene que reponer mediante operaciones de mercado abierto. En estas circunstancias, el Banco de México ofrece la liquidez faltante mediante subasta. Esto último significa que aquellos participantes que ofrezcan las mayores tasas de interés son las que obtendrán los fondos, lo cual le pone un sesgo al alza a las tasas de interés (ver cuadro 22), aumentando la efectividad del "corto" como medio restrictivo.

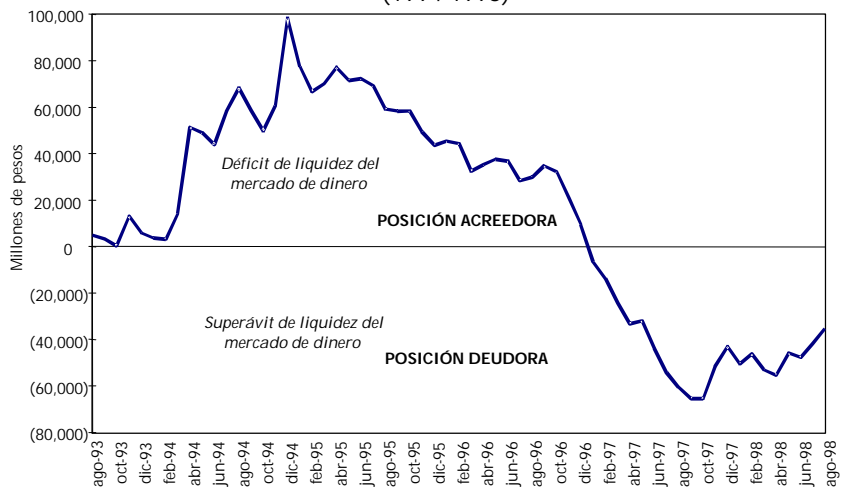
CUADRO 22
IMPLICACIONES DE LA POSICIÓN RELATIVA DEL BANCO DE MEXICO VERSUS LA BANCA EN EL MERCADO DE DINERO

POSICION	SIGNIFICADO	SESGO DE TASAS DE INTERES DE CORTO PLAZO
ACREEDORA	Escasez de liquidez diaria en el mercado	AL ALZA
DEUDORA	Sobrantes de liquidez diaria en el mercado	A LA BAJA

Sin embargo, desde el inicio de 1997, la posición del Banco de México en el mercado de dinero pasó de acreedora a deudora (ver gráfica 45). Esto se debió fundamentalmente a la gran acumulación de activos internacionales durante el año.

Una posición deudora del banco central significa que al inicio de la sesión diaria del mercado de dinero se crea un exceso de liquidez, lo cual fuerza al instituto emisor a substraer los recursos excesivos mediante nuevas operaciones de mercado abierto. Esto se hace también a través de subastas, por lo que aquellas instituciones de crédito que ofrezcan las menores tasas de interés son las que entregarán dichos recursos al Banco de México. Esta situación le imprime un sesgo a la baja a las tasas de interés de corto plazo, independientemente de las condiciones macroeconómicas prevalecientes. De ahí que cuando el Banco de México tiene una posición deudora frente al mercado le resulte difícil inducir aumentos en las tasas de interés mediante el uso de "cortos".

GRAFICA 45
**POSICION DEL BANCO DE MEXICO FRENTE AL
 MERCADO DE DINERO**
 (1994-1998)*



* Última observación: agosto de 1998.

De hecho, si se analiza con detalle la gráfica 43 se puede observar que las respuestas de la tasa de interés de fondeo a las modificaciones de los "cortos" que se adoptaron en el periodo

enero-agosto de 1998 fueron menores y de más corta duración, que lo observado en años anteriores.

Para complementar el escaso efecto que tuvo sobre las tasas la segunda modificación del "corto" durante agosto, y aprovechando que transitoriamente el Banco de México tenía que reponer faltantes de liquidez al mercado¹², a partir del 21 de agosto y por los siguientes 3 días hábiles el instituto central decidió establecer una tasa de interés mínima de 27 por ciento en sus operaciones. De esta manera, se procuró que las tasas de interés de fondeo se comportaran de manera más congruente con la evolución del tipo de cambio. Antes de la adopción de esta medida, la tasa de fondeo se encontraba por debajo del piso establecido, pero lo superó rápidamente.

Sin embargo, el establecimiento del piso no tuvo la oportunidad de mostrar su efectividad (en cuanto a mitigar las presiones sobre el tipo de cambio y las expectativas de inflación), pues se dio el colapso financiero ruso. Esto último aceleró a una velocidad inusitada la depreciación de la moneda nacional (por las razones ya explicadas), lo que a su vez impulsó al alza a las tasas de interés. Este incremento de las tasas de interés no era suficiente para romper la indeseable dinámica cambiaria, por lo que se juzgó conveniente tomar medidas monetarias adicionales.

Ante el agravamiento de la situación externa, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió que se tenían que reforzar los instrumentos de la política monetaria.

En congruencia con lo anterior, el Banco de México anunció a finales de agosto que a partir del 2 de septiembre del año en curso las instituciones de crédito quedaban obligadas a constituir depósitos en el instituto central a un plazo indefinido,

¹² Esta situación se creó debido a la recaudación mensual de impuestos por parte de la Tesorería de la Federación, que al depositar los recursos en su cuenta con el Banco de México indujo una contracción transitoria en la liquidez del mercado de dinero.

y a razón de 1,250 millones de pesos por día hábil, hasta alcanzar un monto acumulado de 25,000 millones de pesos. Dichos depósitos devengarán una tasa de interés equivalente a la TIIE a 28 días. La distribución de dichos depósitos entre instituciones de crédito se hizo en función de sus pasivos totales al cierre de junio. El Banco de México repondrá toda la liquidez que retire por virtud de la constitución del depósito bancario obligatorio, mediante operaciones de mercado abierto a muy corto plazo.

Por medio de estas acciones combinadas¹³, el Banco de México se mueve en la dirección de adquirir una posición acreedora en el mercado de dinero en el futuro previsible. Al tener que ofrecer con mayor frecuencia la liquidez faltante a la banca mediante subasta, el instituto emisor consigue un mayor control sobre la evolución de las tasas de interés de corto plazo.

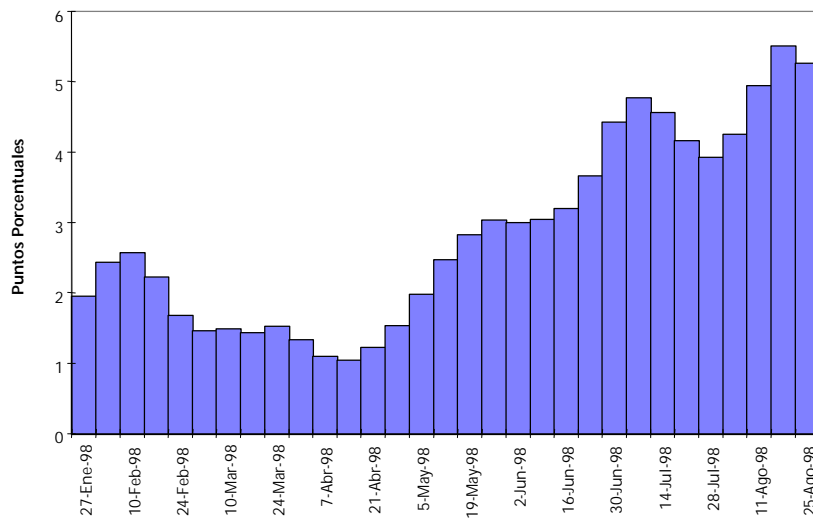
Con una posición acreedora en el futuro, es de esperarse que los "cortos" se vuelvan más efectivos en inducir movimientos al alza de las tasas de interés de corto plazo. Por lo tanto, el mecanismo de depósitos obligatorios no sustituye, sino que complementa, a los "cortos". También abre la posibilidad para que, en caso de ser necesario, el instituto central pueda establecer pisos a las tasas de fondeo en sus operaciones de mercado abierto.

Conjuntamente con la adopción del mecanismo de depósitos obligatorios, se tomó otra medida para atacar un problema adicional que se estaba presentando. Ante el sustancial incremento durante agosto en la volatilidad del tipo de cambio y de las tasas de interés, la demanda por valores (gubernamentales y privados) a plazos mayores se contrajo sustancialmente, lo que se manifestó en un incremento en la pendiente de la curva de rendimientos del papel en moneda nacional (ver gráfica 46). Esta situación empezó a dificultarle a

¹³ Al adoptarse las medidas descritas, se aprovechó la oportunidad para eliminar el piso de 27 por ciento sobre las tasas de interés que se había adoptado en días pasados.

los bancos comerciales -- los principales tenedores de papel gubernamental a plazo -- el rebalanceo de la exposición de su cartera a los riesgos de tasas de interés, lo que a su vez presionó aún más a las tasas correspondientes a los mayores plazos.

GRAFICA 46
**PROMEDIO MOVIL DE 4 SEMANAS DEL DIFERENCIAL
 ENTRE LAS TASAS PRIMARIAS DE CETES A 365 Y 28 DIAS***



*Ultima observación: 25 de agosto de 1998.

Con el objeto de mitigar esta irregularidad, el Banco de México decidió facilitar a los participantes en los mercados financieros el reacomodo de su posición mediante el intercambio (swaps) de flujos a tasa fija o real por flujos a tasa de interés flexible (TIIE a 28 días). El monto de la operación fue de 25,000 millones de pesos, llevándose a cabo el proceso de asignación mediante subasta celebrada el 31 de agosto de 1998.

Según se anunció con oportunidad, la participación de postores en esta subasta fue bastante concurrida y se agotaron casi totalmente los montos ofrecidos.

La adopción del depósito obligatorio y la ejecución del intercambio de flujos de tasas de interés coadyuvaron a tranquilizar por algunos días a los mercados financieros nacionales¹⁴. Al inicio de septiembre volvieron a escena una serie de turbulencias provenientes del exterior. La liquidación de posiciones en países con mercados emergentes por inversionistas institucionales y la contracción de la canalización de recursos a esas economías por las instituciones financieras internacionales, despertó dudas sobre la solidez de las divisas de algunos países en Latinoamérica, con regímenes de tipo de cambio predeterminado. Las monedas de Venezuela, Colombia y Ecuador se han visto sujetas a grandes presiones, pero el caso más relevante para la región -- y para México en particular -- ha sido el de Brasil. Los temores sobre la sostenibilidad del "real" contrajeron aún más los flujos de capital hacia Latinoamérica, incluyendo a México, por lo que las presiones sobre la cotización de la moneda nacional se recrudecieron, aunque en el contexto de un mercado cambiario bastante ilíquido. A medida en que el tipo de cambio subía durante los primeros días de septiembre, lo hacía en respuesta a un volumen operado cada vez menor. Esta condición en el mercado cambiario estimuló la participación de especuladores, lo que a su vez incrementó la volatilidad de la moneda nacional.

Así, al alcanzar el tipo de cambio un nivel de 10.64 pesos por dólar el 10 de septiembre del año en curso y haberse depreciado durante el día en más de tres por ciento, la Comisión de Cambios decidió que el Banco de México interviniera en el mercado cambiario, en complemento a las ventas en moneda extranjera que de todas maneras hizo el instituto emisor mediante la operación del mecanismo automático vigente desde febrero de 1997 (los detalles al respecto se presentan en la siguiente subsección de este capítulo). La citada intervención tuvo como objetivo aumentar

¹⁴ También ayudó en este sentido la decisión del Banco de México de elevar a 3 veces Cetes la tasa que le cargaría durante septiembre a cualquier institución de crédito que registre un sobregiro en su cuenta única al cierre del día en exceso al límite preestablecido para cada institución. Se hicieron los ajustes necesarios para mantener la simetría de incentivos en el esquema.

el riesgo de la especulación en contra de la moneda nacional, mas no defender algún nivel específico del tipo de cambio. En principio la estrategia fue exitosa, pues rompió la tendencia hacia una rápida depreciación de la moneda nacional e incluso el peso se apreció de niveles que ciertamente no parecían ser congruentes con los fundamentos de la economía nacional.

En apoyo a la intervención en el mercado de cambios, y para mandar una clara señal de que el combate de las presiones inflacionarias se hará primordialmente mediante ajustes a la postura de la política monetaria, el Banco de México decidió restringirla adicionalmente, elevando el monto del "corto" de 70 a 100 millones de pesos - - lo que a su vez empujó al alza las tasas de interés de corto plazo. Esta medida contribuyó a revertir la dirección del movimiento del tipo de cambio y a estabilizar las expectativas inflacionarias, lo que a la postre ha facilitado que las tasas de interés comiencen a descender de niveles sumamente altos (ver gráfica 43).

La volatilidad de las tasas de interés hizo que durante las primeras semanas de septiembre fuera recomendable que el instituto central ofreciera a los bancos comerciales un intercambio adicional de flujos de tasas de interés. En este caso el monto total ofrecido fue de aproximadamente 28,200 millones de pesos y el proceso de asignación se hizo otra vez por subasta.

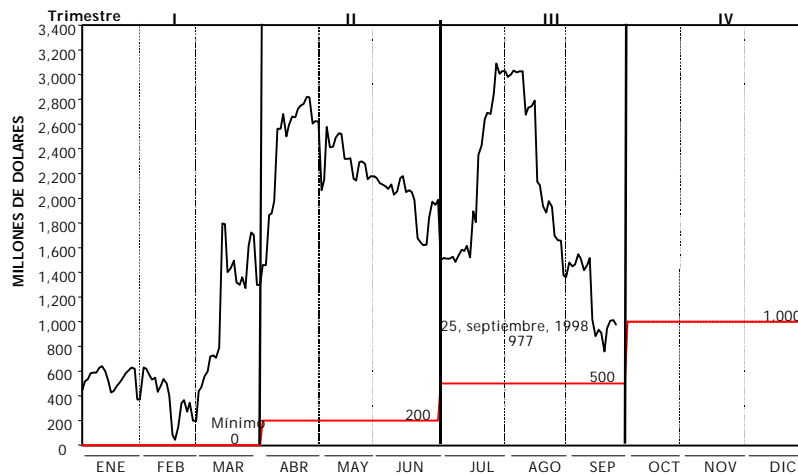
De las acciones que el Banco de México ha adoptado en el periodo enero-agosto de 1998, se desprende que el instituto central no sólo tuvo que restringir la postura de la política monetaria utilizando los instrumentos más usuales - como el "corto" - sino que se vio en la necesidad de ampliar el arsenal disponible. De esta manera se elevó la capacidad del instituto emisor para influir sobre el comportamiento de las tasas de interés de corto plazo, y así estar en mejores condiciones de mitigar las presiones inflacionarias producto de un entorno internacional sumamente adverso. Debe quedar claro que en todo momento el Banco de México ha encaminado sus acciones a reducir al máximo posible las desviaciones de la inflación respecto de su objetivo.

* * *

Como se mencionó en la sección III.1.1 de este informe, el programa monetario para 1998 incluye límites trimestrales a las variaciones del crédito interno neto y compromisos de acumulación mínima de activos internacionales netos. Por lo que toca al crédito interno neto, se anticipó un flujo efectivo acumulado negativo al cierre del tercer trimestre del año de 15,370 millones de pesos. Dado que el límite es negativo, esto implica que el crédito interno debería caer por lo menos en el monto señalado. Por su parte, el compromiso de acumulación mínima de activos internacionales netos para los primeros nueve meses del año se estableció en 500 millones de dólares.

En el lapso comprendido del último día de 1997 al 25 de septiembre de 1998, los activos internacionales netos aumentaron 977 millones de dólares. Este incremento ha sido superior al mínimo previsto para el periodo enero-septiembre de 1998 (ver gráfica 47), y resulta muy favorable a la luz de las grandes turbulencias prevalecientes en los mercados financieros internacionales.

GRAFICA 47
ACTIVOS INTERNACIONALES NETOS
FLUJOS ACUMULADOS



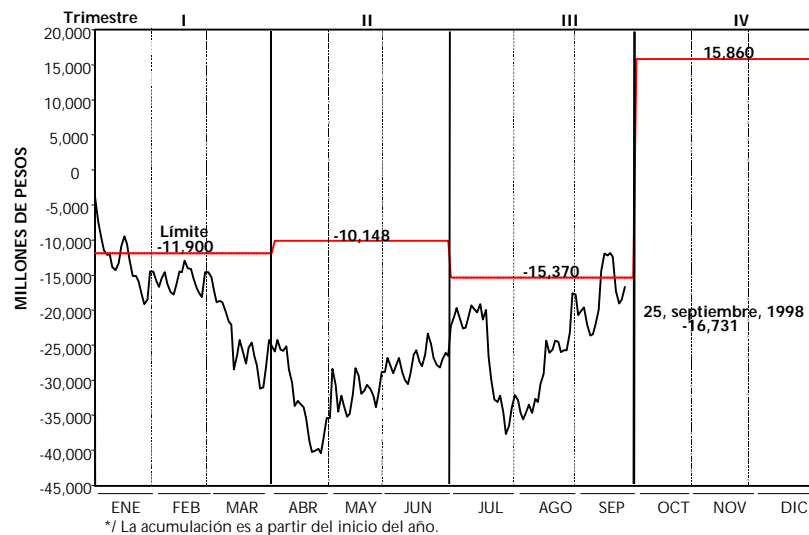
*/ La acumulación es a partir del inicio del año.

Fuente: DGIE, Banco de México.

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.

Al 25 de septiembre del año en curso, el flujo efectivo acumulado del crédito interno neto registró una caída de 16,708 millones de pesos, por lo que a esa fecha se satisfacía el límite establecido (ver gráfica 48). La desviación del límite trimestral observada del 14 al 21 de septiembre obedece a una diferencia positiva entre los valores observados de la base monetaria en relación a la trayectoria pronosticada, la cual, como ya se comentó, se explica por un crecimiento mayor al esperado de la demanda de billetes y monedas en las fechas correspondientes a las fiestas patrias de septiembre. Dado que este fenómeno resultó ser de naturaleza transitoria, al 25 de septiembre el crédito interno neto se encontraba nuevamente por debajo de su límite máximo establecido.

GRAFICA 48
CREDITO INTERNO NETO
FLUJOS EFECTIVOS ACUMULADOS*/



Fuente: DGIE, Banco de México.

Ahora bien, de acuerdo a la información disponible al 28 de septiembre de 1998, es probable que al cierre del mes se cumpla la meta de acumulación de activos internacionales -- a pesar de que se tienen que hacer fuertes pagos al exterior para cubrir el servicio de la deuda pública externa--, pero se estima que el crédito interno neto se contraerá menos de lo esperado. Esto último responde a que se anticipa un crecimiento de la base monetaria para el lapso enero-septiembre de 1998 ligeramente superior al originalmente anticipado y a la metodología de revalorización que se aplica para transformar los activos internacionales a pesos. Ciertamente dicha desviación no se puede interpretar como resultado de un aflojamiento monetario, dadas la presencia de los "cortos", de las otras medidas restrictivas que ha aplicado el Banco de México y el nivel actual de las tasas de interés. Una vez que se cuente con información definitiva, el banco central ofrecerá explicaciones detalladas sobre el cumplimiento de las metas referidas.

III.2. Política Cambiaria.

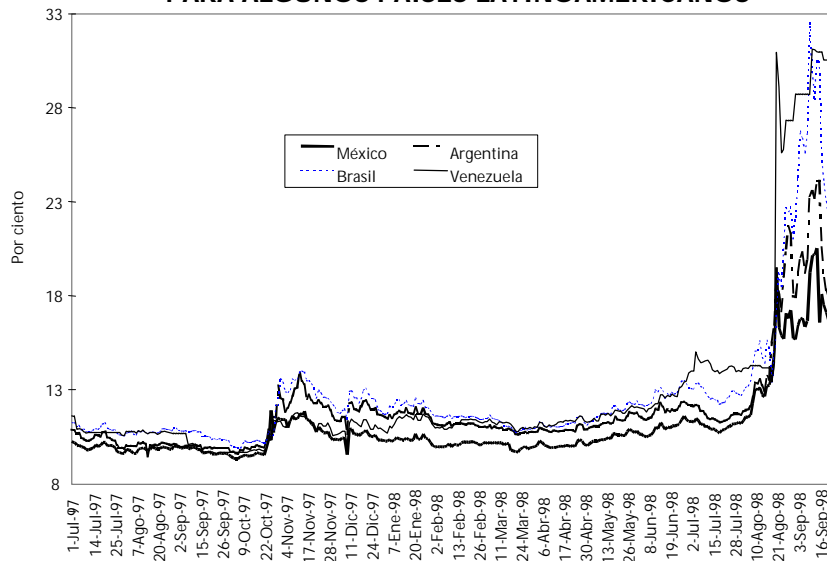
Durante el tiempo transcurrido de 1998, el tipo de cambio del peso mexicano frente al dólar de los EE.UU.A.--en el contexto del régimen de flotación vigente--ha mostrado una tendencia general hacia la depreciación, fundamentalmente en respuesta a los factores externos extraordinarios que se han comentado ampliamente en las secciones anteriores de este Informe.

Para confirmar esta aseveración y entender mejor el proceso de determinación del tipo de cambio, el Banco de México estimó un modelo econométrico. En dicho ejercicio, se utilizaron como variables explicativas a los siguientes conceptos: (a) el precio del crudo mexicano de exportación; y (b) el rendimiento neto de los bonos Brady a descuento emitidos por

México. Esta última variable se incorporó considerando que es una buena medida de la percepción de riesgo país por parte de los mercados financieros internacionales. A medida en que la diferencia entre dicho rendimiento y el rendimiento de los bonos de la Tesorería de los EE.UU.A. sea más alto, mayor es la percepción de riesgo país, por lo que menores serían las entradas de capital y mayores las presiones sobre el tipo de cambio.

El rendimiento neto de los bonos Brady mexicanos a descuento ciertamente puede responder a factores internos. Sin embargo, la gráfica 49 es muy sugestiva: en ella se muestra que el rendimiento neto de los bonos Brady mexicanos se ha movido en gran sincronía con los de otros países latinoamericanos, lo que significa que la percepción de los mercados financieros internacionales sobre Latinoamérica como región está dominando su dirección (aunque no se puede descartar que otros factores también puedan estar influyendo). En la misma gráfica 49 destaca el gran incremento que han registrado los citados rendimientos netos, reflejando la descomposición de la situación financiera internacional, y la subsecuente contracción neta de recursos a países con mercados emergentes. Así pues, las dos variables explicativas que fueron elegidas para estudiar el comportamiento del tipo de cambio se pueden considerar a grandes rasgos como externas.

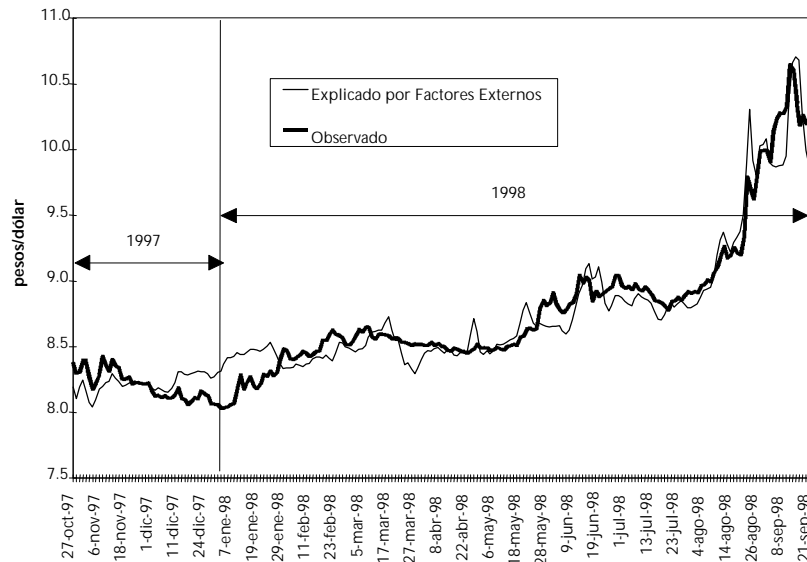
GRAFICA 49
**RENDIMIENTO NETO DEL BONO BRADY A DESCUENTO
 PARA ALGUNOS PAISES LATINOAMERICANOS**



Ultima observación: 24 de septiembre de 1998.

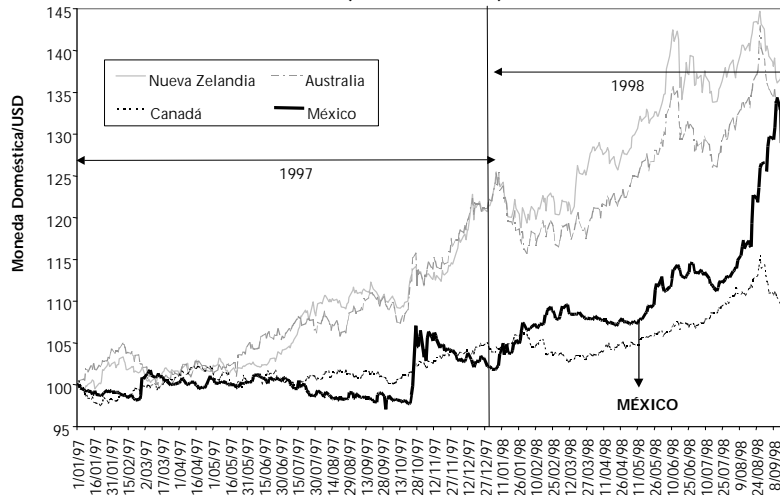
El resultado más ilustrativo de la estimación econométrica se reporta en la gráfica 50, en la cual se muestran la trayectoria del tipo de cambio estimada por el modelo mencionado y la evolución observada de la cotización de la moneda nacional, durante los últimos quince meses. El buen ajuste logrado por la estimación ratifica lo que se ha venido diciendo a lo largo de este Informe: la significativa depreciación que ha tenido la moneda nacional se explica fundamentalmente por las notables perturbaciones que el país ha recibido del exterior.

GRAFICA 50
**MOVIMIENTOS DEL TIPO DE CAMBIO
 EXPLICADOS POR FACTORES EXTERNOS**



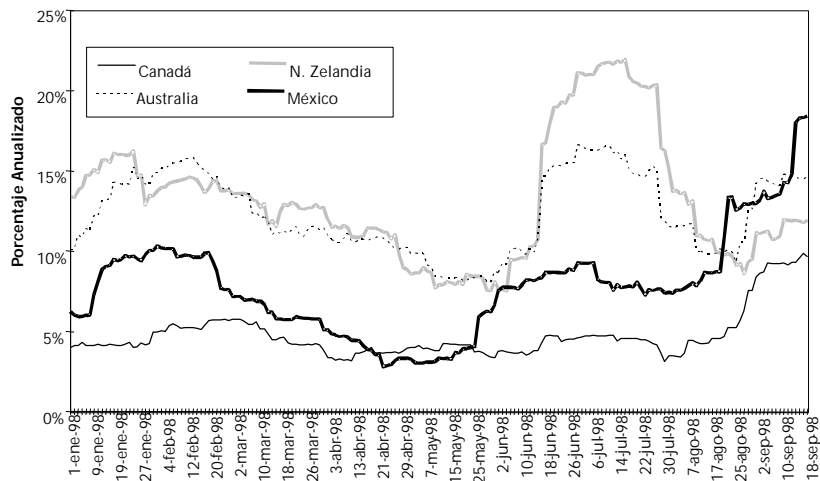
También es oportuno señalar que los tipos de cambio de otros países con regímenes de flotación, han mostrado un comportamiento equiparable al del tipo de cambio del peso con respecto al dólar. Para efectos de la comparación, se consideró la cotización frente al dólar de las divisas de Nueva Zelanda, Canadá y Australia. En las gráficas 51 y 52 se muestra que las divisas de los países seleccionados han mostrado en los últimos meses una tendencia hacia la depreciación y una volatilidad muy similar a la del peso mexicano, a pesar de ser monedas de países que tradicionalmente han tenido fundamentos económicos sanos y políticas sólidas. Su comportamiento es, al igual que el caso del tipo de cambio peso/dólar, reflejo de la marcada inestabilidad de la situación económica mundial.

GRAFICA 51
INDICES DE TIPOS DE CAMBIO NOMINAL
 (1/1/1997 = 100)*



FUENTE: Bloomberg.
 *Índice de tipos de cambio spot con respecto al dólar americano. 1° de Enero de 1997 = 100.

GRAFICA 52
VOLATILIDAD DIVISAS SELECCIONADAS
 (1998)



*La volatilidad se define como la desviación estándar anualizada de las fluctuaciones cambiarias en los 30 días hábiles previos a la fecha indicada.

A mayor abundamiento, en el cuadro 23 se compara la volatilidad de la cotización de la moneda nacional con la de una muestra más amplia de divisas de otros países. De dicho cuadro se puede apreciar que, si bien la volatilidad del peso mexicano durante el segundo semestre de 1998 ha aumentado, ésta no es de las mayores entre el grupo de divisas que flotan con respecto a la moneda americana.

CUADRO 23
VOLATILIDAD DE LOS TIPOS DE CAMBIO DE LAS MONEDAS
NACIONALES DE ALGUNOS PAISES FRENTE AL DÓLAR

	Volatilidad Anualizada ¹ (En porciento)							
	1995-I	1995-II	1996-I	1996-II	1997-I	1997-II	1998-I	1998-II ²
México	48.56%	17.60%	5.99%	5.31%	4.92%	10.69%	6.68%	10.38%
Nueva Zelandia	6.67%	5.35%	5.56%	6.01%	5.88%	8.61%	12.45%	14.82%
Australia	8.86%	7.87%	6.10%	6.70%	7.65%	10.29%	11.91%	13.41%
Finlandia	12.85%	9.13%	7.43%	7.28%	10.04%	9.51%	8.31%	7.95%
Suecia	12.70%	9.91%	8.02%	7.28%	10.26%	10.58%	9.57%	10.47%
Canadá	5.13%	5.92%	3.64%	3.33%	5.46%	4.24%	4.32%	5.72%
Italia	13.97%	7.22%	5.97%	5.73%	8.95%	9.15%	7.82%	7.85%
Sudáfrica	5.64%	2.34%	13.86%	7.20%	5.25%	4.34%	5.35%	28.69%
Reino Unido	10.45%	7.41%	5.60%	6.30%	8.13%	8.03%	7.11%	6.34%
Suiza	16.67%	12.13%	7.77%	8.84%	11.70%	9.81%	8.70%	8.74%
Japón	14.12%	14.04%	8.14%	7.09%	12.56%	12.29%	12.56%	18.33%
Alemania	13.87%	10.89%	6.28%	6.87%	9.79%	9.76%	8.14%	7.79%

¹ La volatilidad anualizada se define como la desviación estándar anualizada de las variaciones diarias del tipo de cambio.

² Hasta el 18 de septiembre de 1998

Durante 1998, el Banco de México, siguiendo los lineamientos establecidos por la Comisión de Cambios¹⁵, participó en el mercado cambiario fundamentalmente mediante el mecanismo establecido de compra de dólares a través de opciones, y por medio del esquema de ventas contingentes de dólares. Como un evento excepcional, el instituto central

¹⁵ Integrada por funcionarios de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y del Banco de México, y a cuyo cargo está la determinación de la política cambiaria del país.

vendió en una ocasión moneda extranjera de manera discrecional, persiguiendo establecer el orden en el mercado en una situación de iliquidez, y desincentivar actividades especulativas en contra de la moneda nacional que estaban resultando desestabilizadoras.

El esquema de opciones ha sido 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 predeterminar el nivel del tipo de cambio.

Durante el tiempo transcurrido de 1998, el Banco de México ha comprado 1,428 millones de dólares a través del mecanismo de opciones (ver cuadro 24), monto significativamente menor al adquirido en el periodo enero-septiembre de 1997 (3,351 millones de dólares). De hecho, durante el último año mencionado, en cada uno de sus meses se presentaron las condiciones en el mercado cambiario que hicieron posible la compra de moneda extranjera por parte del instituto central. En contra, en el periodo enero-septiembre de 1998, en tres de esos meses no se han ejecutado las opciones subastadas, lo cual responde naturalmente a la marcada tendencia hacia la depreciación que ha mostrado el tipo de cambio en dichos meses.

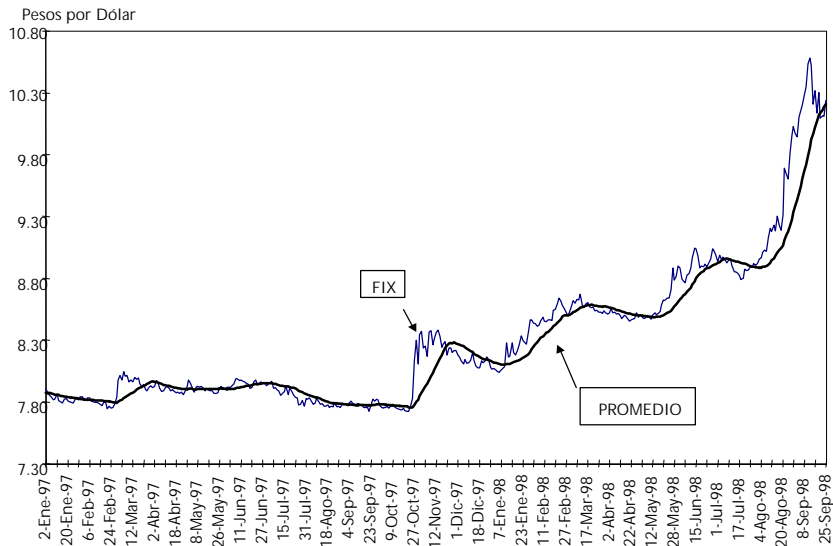
CUADRO 24
**COMPRAS DE DOLARES A INSTITUCIONES DE CREDITO
 MEDIANTE EL MECANISMO DE OPCIONES**
 Millones de dólares

1998	Monto Subastado	Monto Ejercido
Enero	250	49
Febrero	250	0
Marzo	250	250
Abril	500	460
Mayo	250	149
Junio	250	0
Julio	500	500
Agosto	250	0
Septiembre*	250	20
TOTAL	2,750	1,428

* Cifras al 25 de septiembre.

En la gráfica 53 se presenta la trayectoria que mostró el tipo de cambio interbancario de referencia (fix) y su promedio móvil en 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. En la referida gráfica es claramente perceptible que en varios periodos prolongados de 1998 la condición para la ejecución de las opciones no se presentó.

GRAFICA 53
**TIPO DE CAMBIO INTERBANCARIO DE REFERENCIA (FIX) Y SU
 PROMEDIO MOVIL DE LOS ÚLTIMOS 20 DIAS HABLES***



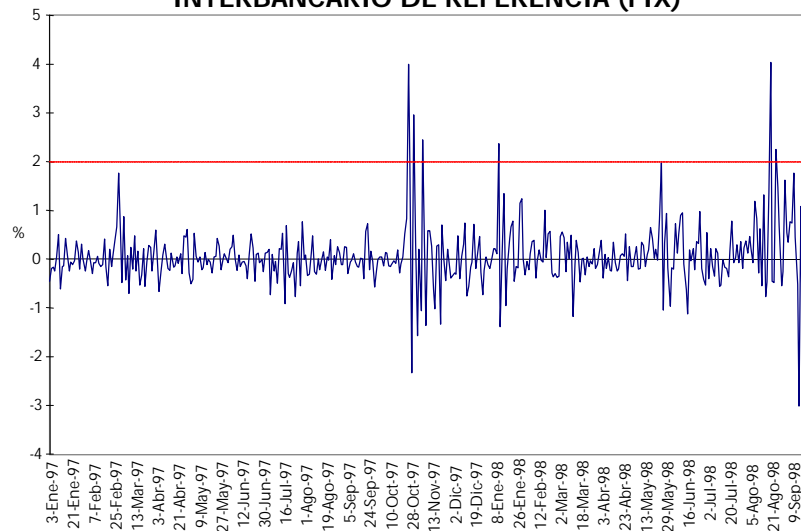
* Última observación: 25 de septiembre de 1998.

Con todo, el mecanismo de las opciones ha cumplido con el objetivo primordial para el cual fue creado: facilitar la acumulación de reservas internacionales en el contexto de un régimen de tipo de cambio flotante. La motivación para llevar a cabo dicha acumulación radica principalmente en la consideración hecha por la Comisión de Cambios, en cuanto a que un monto mayor de activos internacionales contribuiría a aumentar la solidez financiera del país, lo que a su vez haría posible que México obtuviese mejores condiciones en cuanto al costo y plazo del financiamiento externo.

A la inversa de lo sucedido con el mecanismo de las opciones, durante el periodo transcurrido de 1998 el Banco de México participó con mayor frecuencia en el mercado de cambios aplicando el esquema de ventas contingentes de dólares.

Como se recordará, conforme a la fórmula citada, el instituto emisor ofrece en subasta diariamente hasta 200 millones de dólares a las instituciones de crédito que le presenten, a ciertas horas preestablecidas, posturas con un tipo de cambio por lo menos dos por ciento superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior. Ciertamente, durante 1998 -- y en particular en lo que va del segundo semestre del año -- la variabilidad diaria que ha mostrado el tipo de cambio ha sido mayor que la de 1997 (ver gráfica 54)¹⁶, por lo que con una mayor frecuencia se ha presentado la condición que hace razonable que las instituciones de crédito participen en la subasta de venta de dólares a la cual el Banco de México convoca a diario.

GRAFICA 54
CAMBIO PORCENTUAL DIARIO EN EL TIPO DE CAMBIO
INTERBANCARIO DE REFERENCIA (FIX)



*Última observación: 25 de septiembre de 1998.

¹⁶ La gráfica 54 no registra todas las ocasiones en que se presentaron las condiciones para la venta, pues en su construcción se tomaron datos del tipo de cambio interbancario de referencia, cuando la condición se pudo haber cumplido al momento de convocarse a la subasta.

Por tanto, en el tiempo transcurrido de 1998, utilizando este mecanismo el Banco de México ha vendido un total de 695 millones de dólares, cuando en todo 1997 dicho monto fue de 600 millones de dólares (ver cuadro 25).

CUADRO 25
VENTA DE DOLARES A TRAVÉS DEL MECANISMO DE SUBASTA
 Millones de dólares

FECHA	MONTO
27 de octubre de 1997	200
30 de octubre de 1997	200
6 de noviembre de 1997	200
12 de enero de 1998	75
27 de mayo de 1998	10
21 de agosto de 1998	200
26 de agosto de 1998	200
10 de septiembre de 1998*	200
21 de septiembre de 1998	10
TOTAL	1295

*En esta fecha la Comisión de Cambios decidió vender adicionalmente 278 m.d. directamente en el mercado.

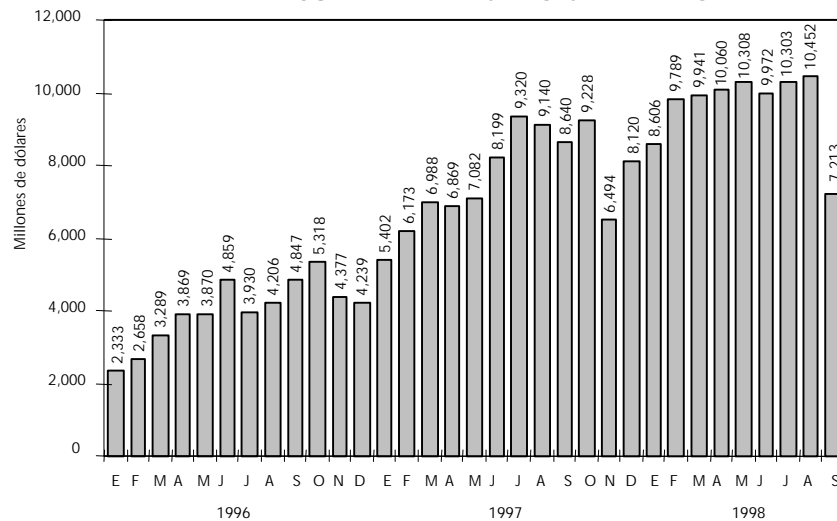
Es pertinente recordar que el propósito de este esquema es tan sólo el de moderar la volatilidad del tipo de cambio, no el de defender niveles específicos de la cotización de la moneda nacional. Por su parte, la volatilidad del tipo de cambio tiende a elevarse conforme se reduce la liquidez del mercado. Cuando se presenta una falta de liquidez, demandas no muy cuantiosas de moneda extranjera pueden causar 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. Con la finalidad de reducir el riesgo de realización de situaciones de esa naturaleza, se decidió adoptar el esquema de ventas contingentes de moneda extranjera. Ello, por cierto, sin incurrir en el riesgo de perder cantidades significativas de reservas internacionales. De hecho, si se comparan los montos de las intervenciones del Banco de México mediante las opciones y el mecanismo de ventas

automáticas de moneda extranjera, se deduce que el instituto central ha sido un comprador neto de dólares.

Ahora bien, a finales de agosto e inicios de septiembre, la liquidez en el mercado de cambios cayó abruptamente (ver gráfica 55), con lo que se incrementó la volatilidad cambiaria. En estas circunstancias, y con el objeto de aumentar la eficacia del sistema de ventas automáticas, la Comisión de Cambios determinó que el Banco de México pudiera efectuar hasta tres subastas de dólares durante el día, sin aumentarse el monto total a subastarse por día (dicho monto se mantuvo en 200 millones de dólares). La primera subasta se celebra entre 9:00 y 9:15 horas; si no se agotan los 200 millones de dólares, se celebra una segunda subasta entre las 11:00 y 11:15 horas, por un monto máximo de 200 millones de dólares menos lo que se hubiera asignado en la primera subasta del día; y, por último, si los 200 millones de dólares no se hubieran vendido en las primeras dos subastas, se celebraría una tercera entre las 13:00 y 13:15 horas, en este caso por el monto remanente de los 200 millones de dólares.

GRAFICA 55
VOLUMEN PROMEDIO DIARIO
MENSUAL DEL MERCADO CAMBIARIO



Es oportuno recordar que este mecanismo inició con una sola subasta al día, que se celebraba entre las 12:00 y 12:15 horas. Posteriormente el horario se modificó de tal forma que la subasta se celebrara entre las 13:00 y 13:15 horas. Así pues, el aumento en el número de subastas en el día incrementa el monto esperado de moneda extranjera que el Banco de México venderá a través del mecanismo en cuestión, mas no el monto total ofrecido por día.

Durante los primeros días de septiembre de 1998, se elevaron tanto la velocidad de depreciación de la moneda nacional como la volatilidad del tipo de cambio, todo en el contexto de un mercado cambiario nacional muy ilíquido. Esta situación se prestó a que aumentara la participación de especuladores, lo que a su vez desestabilizó aún más las condiciones del mercado. La inestabilidad se agravó en particular el 10 de septiembre, fecha en la que la incertidumbre sobre la situación financiera de Brasil y la caída del índice de precios y cotizaciones de la bolsa de valores de Nueva York enturbiaron considerablemente el ambiente en los mercados financieros internacionales. Ese día, el Banco de México vendió 200 millones de dólares por medio del esquema de ventas contingentes. Con objeto de apoyar dicha intervención y combatir de manera más efectiva las actividades especulativas que amenazaban con llevar al tipo de cambio a niveles cada vez más apartados de los congruentes con los fundamentos de la economía nacional, la Comisión de Cambios acordó que el Banco de México vendiera 278 millones de dólares adicionales, de manera discrecional. De haberse materializado dichas amenazas, las consecuencias sobre las expectativas inflacionarias, la inflación misma y las tasas de interés, tanto reales como nominales, habrían sido muy graves.

Las citadas intervenciones contribuyeron a ordenar el mercado de cambios. La eficacia de las participaciones del Banco de México en el mercado cambiario se explica en parte por que fueron acompañadas de acciones complementarias en materia monetaria (recuérdese que el 10 de septiembre el

"corto" se elevó de 70 a 100 millones de pesos). A través de esas acciones, el instituto central propició el alza transitoria de las tasas de interés. Como se puede apreciar de la gráfica 43, a partir de la tercera semana de septiembre el tipo de cambio se ha apreciado y las tasas de interés han caído, restableciéndose -- cuando menos por el momento-- el orden en los mercados financieros nacionales.

En todo caso, el Banco de México reitera su posición de que procurará la evolución ordenada de las variables nominales de la economía, incluyendo al tipo de cambio, fundamentalmente a través del manejo de la política monetaria, y que sólo en situaciones extraordinarias recurrirá a la intervención directa en el mercado de cambios.

III.3. Evolución de los Agregados Monetarios

Base Monetaria

De diciembre de 1997 a agosto de 1998, el saldo de la base monetaria se contrajo 7.5 miles de millones de pesos (mmp). La evolución de este agregado estuvo prácticamente determinada por la evolución en ese mismo periodo de los billetes y monedas en circulación, los cuales se redujeron en 7.3 mmp (ver cuadro 26). Ello no es de sorprender, pues dada la vigencia del régimen de encaje promedio cero los bancos no tienen la obligación ni los incentivos para mantener depósitos en el banco central.

CUADRO 26
BASE MONETARIA
Miles de millones de pesos

	SALDOS				FLUJOS	
	Dic	Ago	Dic	Ago	Ago 97	Dic 97
	96	97	97	98	A Ago 98	A Ago 98
BASE MONETARIA	84.0	82.4	108.9	101.4	19.0	-7.5
Billetes y monedas en circulación	84.0	82.4	108.7	101.4	19.0	-7.3
En poder del público	74.1	73.6	94.2	91.3	17.7	-2.9
En caja de los bancos	9.9	8.8	14.5	10.1	1.3	-4.4
Depósitos de la banca en cuenta corriente	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	-0.2

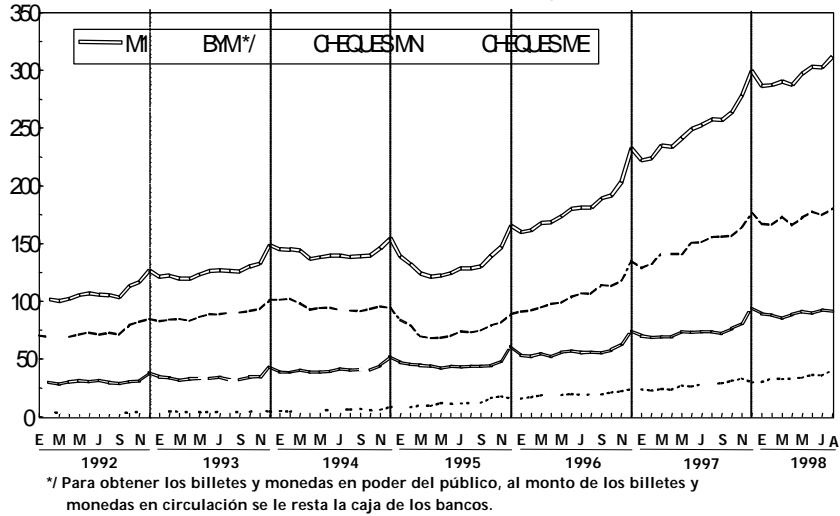
En la sección III.2.1. de este documento se presenta una descripción detallada del comportamiento de los billetes y monedas en circulación durante el periodo enero-agosto de 1998, así como de la base monetaria y sus componentes vistos por el lado de las fuentes¹⁷ (crédito interno neto y reservas internacionales del Banco de México). De ahí que el desarrollo de dichos agregados no se analice en este apartado.

Medio Circulante (M1)

El medio circulante está compuesto por la suma de los billetes y monedas en poder del público y por el saldo de las cuentas de cheques (tanto las denominadas en moneda nacional como en moneda extranjera).

¹⁷ La base monetaria por el lado de sus usos se integra por: billetes y monedas en circulación y depósitos en cuenta corriente de las instituciones de crédito en el banco central.

GRAFICA 56
MEDIO CIRCULANTE (M1)
 Saldos en miles de millones de pesos



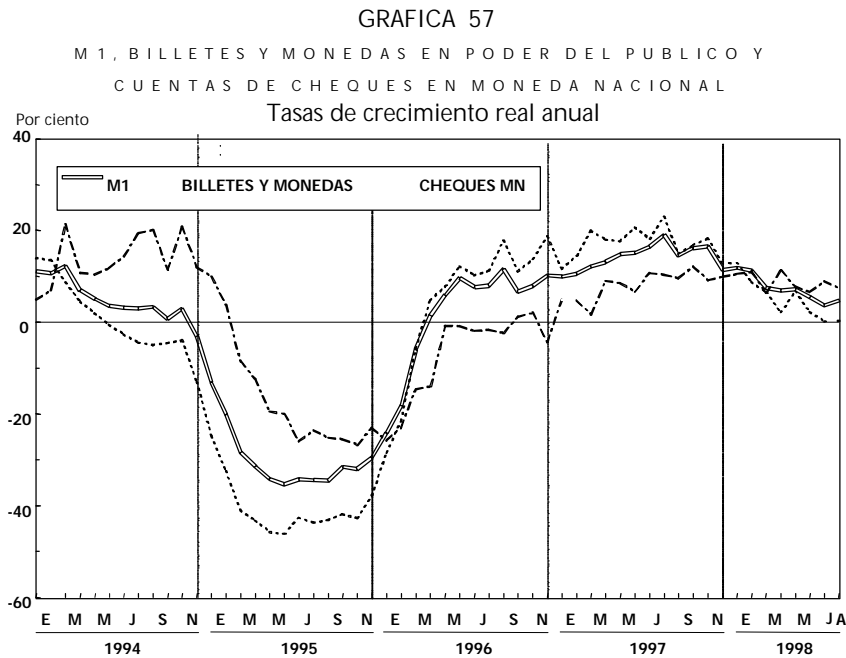
Durante los primeros ocho meses del año, el medio circulante aumentó 11.7 mmp, debido a que las cuentas de cheques se incrementaron 14.6 mmp (ver gráfica 56 y cuadro 27), mientras que los billetes y monedas en poder del público se contrajeron 2.9 mmp (lo que es congruente con su comportamiento estacional típico). El incremento del saldo de las cuentas de cheques se explica en parte por la depreciación de la moneda nacional en agosto, la cual impactó el saldo de las cuentas de cheques denominadas en moneda extranjera.

CUADRO 27
MEDIO CIRCULANTE (M1)
 Miles de millones de pesos

	SALDOS				FLUJOS		Var. % real de los saldos
	Dic 96	Ago 97	Dic 97	Ago 98	Ago 97 A Ago 98	Dic 97 A Ago 98	Ago 98/ Ago 97
M1	232.7	257.4	299.8	311.5	54.1	11.7	4.8
Billetes y monedas en poder del público	74.1	73.6	94.2	91.3	17.7	-2.9	7.4
Cuentas de cheques	158.6	183.8	205.6	220.2	36.4	14.6	3.7
En moneda nacional	134.7	155.5	176.0	180.1	24.6	4.1	0.3
En moneda extranjera	23.9	28.3	29.6	40.1	11.8	10.5	22.7

La tasa de crecimiento real anual del medio circulante mantuvo una ligera tendencia decreciente durante los primeros ocho meses de 1998, alcanzando 4.8 por ciento en agosto. La causa fundamental de esta reducción radica en el comportamiento de los saldos de la cuenta de cheques en moneda nacional, los cuales pasaron de un crecimiento real anual del 22.9 por ciento en agosto de 1997 a uno de 0.3 por ciento en agosto del año en curso (ver cuadro 27 y gráfica 57).

Por su parte, las tasas de crecimiento real anual al cierre de agosto de los billetes y monedas en poder del público y de las cuentas de cheques en moneda extranjera fueron de 7.4 y 22.7 por ciento, respectivamente. El crecimiento de este último instrumento ha sido muy dinámico a partir de 1995, estimulado por las necesidades que generan las crecientes operaciones de comercio exterior que llevan a cabo las empresas nacionales.



El menor dinamismo mostrado por las cuentas de cheques en moneda nacional a partir de marzo de 1998, es atribuible a los factores siguientes:

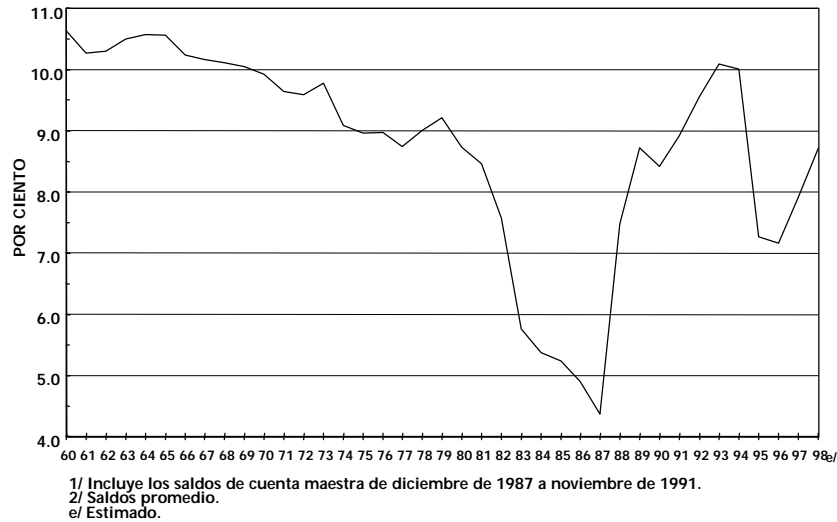
- i) Un acelerado crecimiento en los depósitos a la vista en cuenta corriente con intereses, que comúnmente son sustitutos de las cuentas de cheques. Estas cuentas se alimentan, en su mayor parte, mediante el pago de sueldos a través de nómina electrónica en cuentas de ahorro que permiten retiros mediante tarjeta de débito. Dichas cuentas mostraron un crecimiento real anual de 16.9 por ciento a agosto de 1998.
- ii) El diferencial entre el rendimiento de instrumentos de corto plazo (como los CETES a 28 días) y el de

las cuentas de cheques en moneda nacional se ha ampliado a lo largo de 1998. Dicho diferencial fue de 8.7 puntos porcentuales en enero y para agosto ya había alcanzado 12.4 puntos.

El compartimento histórico del saldo promedio del medio circulante como proporción del PIB se muestra en la gráfica 58. Como puede observarse, en el periodo 1960-1970 dicha proporción mostró una ligera tendencia decreciente¹⁸. A partir de los desajustes macroeconómicos que se dieron de 1973 en adelante, dicha relación tendió a caer por debajo de su trayectoria histórica. En respuesta a la crisis de 1982 y sus secuelas, que prácticamente duraron hasta 1987, se observó un marcado proceso de disminución en el uso de medios de pago líquidos, alcanzando la razón M1/PIB su valor mínimo en el último año mencionado. Dicho proceso se revirtió a partir de la puesta en marcha de esfuerzos efectivos de estabilización (diciembre de 1987). La recuperación en el coeficiente M1/PIB continuó hasta 1994. Posteriormente, como consecuencia del episodio traumático que experimentó la economía por la devaluación de diciembre de 1994, volvió a observarse una caída más que proporcional en la demanda de M1 en relación al PIB. En 1997, al reducirse la inflación y disminuir la volatilidad en los mercados financieros, la relación M1/PIB se revirtió hacia su tendencia histórica.

¹⁸ Este fenómeno es de esperarse dado que el continuo cambio tecnológico en los medios de pago permite que los agentes económicos hagan un manejo más eficiente de su liquidez.

GRAFICA 58
MEDIO CIRCULANTE (M1) 1/
Por ciento del PIB 2/



Agregados Monetarios Amplios

Durante los primeros ocho meses de 1998, el agregado monetario M2, que se compone por M1 más los instrumentos bancarios a corto plazo, reportó un incremento en su tasa de crecimiento real anual, pasando ésta de 2.9 por ciento en diciembre de 1997 a 4.8 por ciento en agosto de 1998. El mayor crecimiento en M2 es consecuencia de la recuperación mostrada por los instrumentos bancarios a plazo de hasta 1 año, la cual obedece a los diferenciales de tasas de interés más atractivos que han venido pagando estos instrumentos.

El agregado monetario M3, que es igual a M2 más los instrumentos no bancarios de corto plazo, redujo su tasa de crecimiento real anual de 10.2 por ciento en diciembre de 1997 a 3.6 por ciento en agosto de 1998. Ello obedece a una

contracción en la tenencia de los valores gubernamentales por parte del público expresada en términos reales (-1.3 por ciento).

Finalmente, el agregado monetario más amplio (M4), que es igual a M3 más los instrumentos a plazo mayor de un año (bancarios, públicos y privados) y los fondos del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR), registró una reducción en su tasa de crecimiento real anual, la cual pasó de 10.6 por ciento en diciembre de 1997 a 6.1 por ciento en agosto de 1998. Por lo que toca a los fondos del SAR, éstos han observado durante 1998 una tasa de crecimiento real anual de 31.2 por ciento y su participación dentro de M4 pasó del 8.5 por ciento en diciembre de 1997 a 9.9 por ciento en agosto de 1998 (ver cuadros 28 y 29).

CUADRO 28
AGREGADOS MONETARIOS M1, M2, M3 Y M4
Miles de millones de pesos

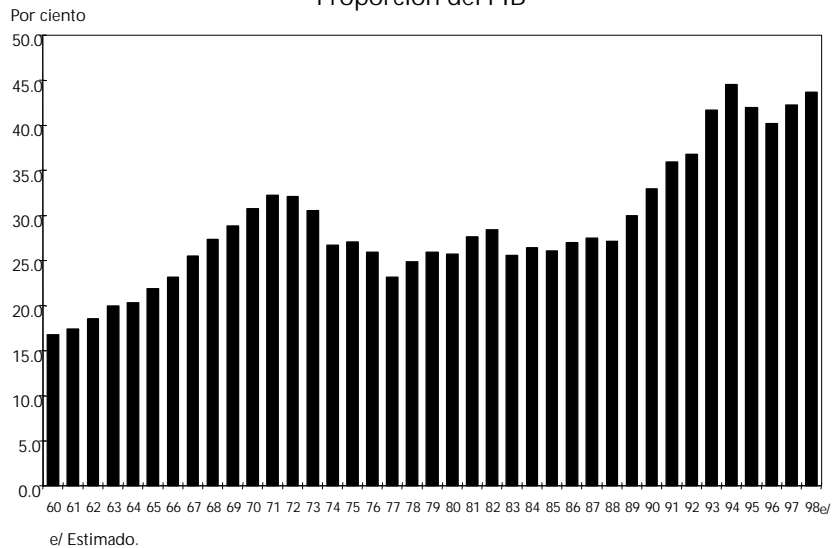
	SALDOS				FLUJOS		Var. % real De los SalDOS	
	Dic 96	Ago 97	Dic 97	Ago 98	Ago97 a Ago98	Dic 97 a Ago 98	Dic 97 A Dic 96	Ago 98 A Ago 97
	1. Billetes y monedas en poder del público	74.1	73.6	94.2	91.3	17.7	-2.9	9.9
2. Cuenta de cheques	158.6	183.8	205.6	220.2	36.4	14.6	12.0	3.7
3. M1=(1+2)	232.7	257.4	299.8	311.5	54.1	11.7	11.3	4.8
4. Instrumentos bancarios a plazo de hasta 1 año	569.6	605.1	655.4	732.5	127.4	77.1	-0.6	4.8
5. M2=(3+4)	802.3	862.5	955.2	1,044.0	181.5	88.8	2.9	4.8
6. Instrumentos no bancarios a plazo de hasta 1 año	118.4	208.2	218.4	237.2	29.0	18.8	59.4	-1.3
7. M3=(5+6)	920.7	1,070.7	1,173.6	1,281.2	210.5	107.6	10.2	3.6
8. Instrumentos bancarios y no bancarios a plazo mayor de 1 año	166.2	189.1	191.7	231.2	42.1	39.5	-0.3	5.9
9. SAR	79.3	109.9	127.3	166.5	56.6	39.2	38.7	31.2
10. M4=(7+8+9)	1,166.2	1,369.7	1,492.6	1,678.9	309.2	186.3	10.6	6.1

CUADRO 29
ESTRUCTURA DEL AGREGADO MONETARIO MAS AMPLIO
 Por ciento del total

	Dic 96	Ago 97	Dic 97	Ago 98
1. Billetes y monedas en poder del				
Público	6.4	5.4	6.3	5.5
2. Cuenta de Cheques	13.6	13.4	13.8	13.1
3. M1 = (1+2)	20.0	18.8	20.1	18.6
4. Instrumentos bancarios a plazo				
de hasta 1 año	48.8	44.2	43.9	43.6
5. M2 = (3+4)	68.8	63.0	64.0	62.2
6. Instrumentos no bancarios a				
Plazo de hasta 1 año	10.2	15.2	14.6	14.1
7. M3 = (5+6)	79.0	78.2	78.6	76.3
8. Instrumentos bancarios y no				
Bancarios a plazo mayor de un año	14.2	13.8	12.9	13.8
9. Fondos del SAR	6.8	8.0	8.5	9.9
10. M4 = (7+8)	100.0	100.0	100.0	100.0

A pesar de que el agregado monetario M4 ha mostrado una menor tasa de crecimiento real durante el tiempo transcurrido de 1998, ésta ha sido suficiente para que la relación de M4 a PIB continúe creciendo (ver gráfica 59). Este aumento en el tamaño relativo del ahorro financiero con respecto al PIB es congruente con el proceso de profundización financiera que lógicamente se observa en los periodos de más estabilidad que siguen a las crisis (como la de 1994-95).

GRAFICA 59
AGREGADO MONETARIO AMPLIO (M4)
 Saldos promedio anual
 Proporción del PIB



Durante los primeros ocho meses de 1998, el crecimiento de M4 estuvo determinado principalmente por la evolución de las tenencias de instrumentos financieros en manos de residentes en el país, que mostraron una tasa de variación real anual de 7.9 por ciento (ver cuadro 30). Por su parte, las tenencias de residentes en el extranjero se contrajeron 23.2 por ciento en términos reales en el periodo aludido.

CUADRO 30
AGREGADO MONETARIO AMPLIO (M4)
 Miles de millones de pesos

	SALDOS				FLUJOS		Var. % real de los saldos
	Dic 96	Ago 97	Dic 97	Ago 98	Ago 97 a Ago 98	Dic 97 a Ago 98	
							Ago 98/ Ago 97
M4	1,166.2	1,369.7	1,492.6	1,678.8	309.1	186.2	6.1
Billetes y monedas	74.1	73.6	94.2	91.3	17.7	-2.9	7.4
Captación bancaria	845.8	914.4	985.6	1,091.2	176.8	105.6	3.3
Valores del gobierno	146.3	237.4	250.1	285.2	47.8	35.1	4.0
Captación no bancaria	20.7	34.4	35.4	44.6	10.2	9.2	12.3
Fondos del SAR	79.3	109.9	127.3	166.5	56.6	39.2	31.2
M4 en poder de							
Residentes del país	1,080.2	1,289.6	1,416.3	1,607.8	318.2	191.5	7.9
M4 en poder de							
Residentes del ext.	86.0	80.1	76.3	71.0	-9.1	-5.3	-23.2

Financiamiento Interno Total de la Banca Comercial

De agosto de 1997 al mismo mes de 1998, el saldo del financiamiento otorgado por la banca comercial al sector no bancario aumentó en 2.2 por ciento en términos reales (ver cuadro 31). Es pertinente resaltar que durante el tiempo transcurrido de 1998 la variación real en el referido saldo se convirtió en positiva por primera vez desde 1995. De hecho, en el mismo periodo del año anterior (agosto de 1996 a agosto de 1997), el concepto que nos ocupa registró una contracción de 8.9 por ciento en términos reales. En el renglón anterior se incluyen al crédito de la banca comercial al sector no bancario, la cartera cedida a los fideicomisos de los cuales FOBAPROA es fideicomisario y la traspasada a los fideicomisos creados al

amparo de reestructuraciones de créditos en UDIs (ver cuadro 31).

CUADRO 31
**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 96	Ago 97	Dic 97	Ago 98	Ago 97 a Ago 98	Dic 97 a Ago 98	
FINANCIAMIENTO INTERNO POR TIPO DE CARTERA	909.7	927.1	989.1	1,094.2	167.1	105.1	2.2
1. CARTERA PROPIA CON EL SECTOR NO BANCARIO	529.8	494.0	543.2	613.2	119.2	70.0	7.5
1.a Sector privado 2/	510.8	471.5	499.3	556.9	85.4	57.6	2.3
1.b Estados y municipios	4.5	5.1	9.7	7.1	2.0	-2.6	20.5
1.c Sector público no financiero	14.5	17.4	34.2	49.2	31.8	15.0	144.8
2. TÍTULOS A CARGO DE FOBAPROA 3/	176.6	233.8	245.9	287.7	53.9	41.8	6.5
3. CETES ESPECIALES (REESTRUCTURAS EN UDIs) 4/	203.3	199.3	200.0	193.3	-6.0	-6.7	-16.0
3.a Por cartera traspasada del sector privado	175.7	171.2	172.6	167.6	-3.6	-5.0	-15.2
3.b Por cartera traspasada de estados y municipios	27.6	28.1	27.4	25.7	-2.4	-1.7	-20.8
FINANCIAMIENTO INTERNO AL SECTOR NO BANCARIO	909.7	927.1	989.1	1,094.2	167.1	105.1	2.2
4. FINANCIAMIENTO AL SECTOR PRIVADO (1.a + 2 + 3.a) 5/	863.1	876.5	917.8	1,012.2	135.7	94.4	0.0
5. FINANCIAMIENTO A ESTADOS Y MUNICIPIOS (1.b+3b)	32.1	33.2	37.1	32.8	-0.4	-4.3	-14.5
6. FINANCIAMIENTO AL SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO(1.c)	14.5	17.4	34.2	49.2	31.8	15.0	144.8

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.

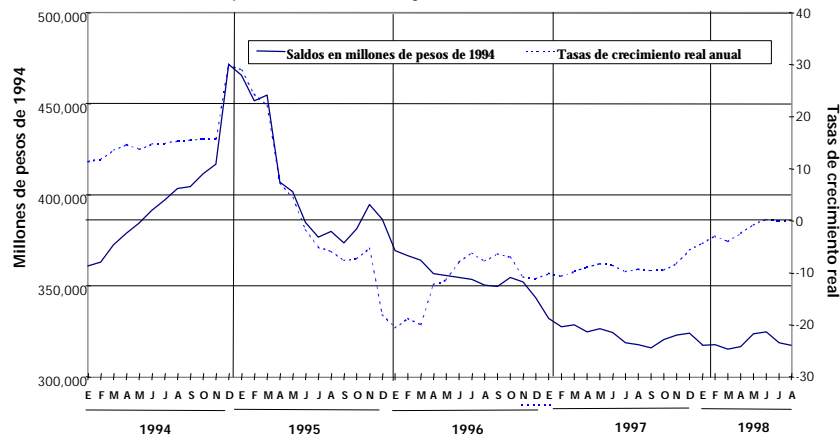
4/ Valores resultantes de la transferencia de cartera a los fideicomisos UDIs.

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

Cabe destacar que el crédito de la banca comercial al sector privado, incluyendo el reestructurado en UDIs y el asociado al esquema FOBAPROA, observó una tasa de variación real anual de cero a agosto del año en curso. En todo caso, como se

puede observar en la gráfica 60, la tasa de variación referida se ha recuperado sustancialmente durante los primeros ocho meses de 1998. De hecho, algunos de los componentes del crédito extendido por la banca comercial al sector privado ya han mostrado tasas de crecimiento reales positivas durante 1998.

GRAFICA 60
**FINANCIAMIENTO OTORGADO AL SECTOR PRIVADO
 NO BANCARIO POR LA BANCA COMERCIAL EXCLUYENDO
 LOS BANCOS INTERVENIDOS Y EN SITUACION ESPECIAL 1/**
 Saldos a precios de 1994 y tasas de crecimiento real

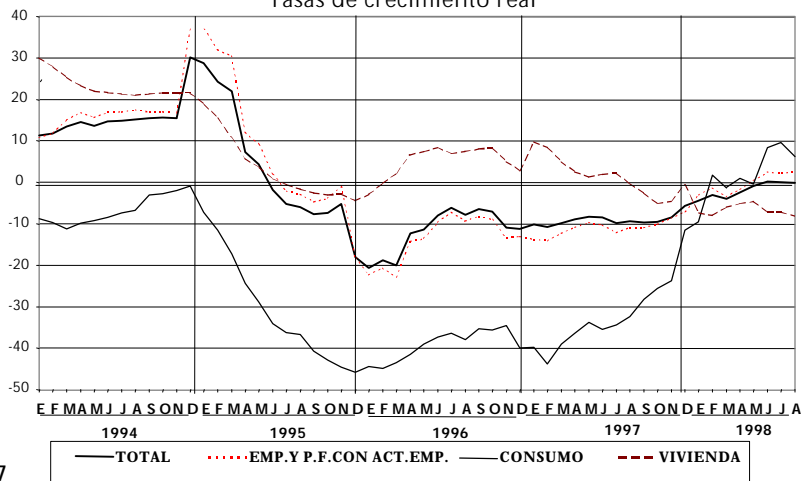


1/ Incluye: Cartera vigente, vencida, redescontada, intereses devengados, vigentes y vencidos, así como los valores resultantes de la cesión de la cartera a Fobaproa y a Fideicomisos Udís de Empresas, particulares e intermediarios financieros no bancarios.
 Fuente: DGIE, estados analíticos contables de las instituciones.

En ese sentido, en el periodo enero-agosto de 1998 la tasa de crecimiento real anual del crédito al consumo otorgado por la banca comercial, excluyendo a los bancos intervenidos o en situación especial, continuó aumentando hasta alcanzar un nivel de 6.2 por ciento en agosto (ver gráfica 61). A su vez, la tasa de variación real anual del crédito a empresas y personas físicas con actividad empresarial muestra una tendencia claramente ascendente y, por primera vez desde mediados de 1995, presenta un patrón sostenido de tasas de crecimiento real

positivas a partir de mayo del año en curso. Por el contrario, la tasa de variación real anual de créditos hipotecarios ha sido negativa a partir del segundo semestre de 1997 y, en agosto de 1998, se situó en -8.1 por ciento. Esta situación se explica, en alguna medida, por la dificultad que han enfrentado los bancos en la cobranza de este tipo de créditos y ante el funcionamiento inadecuado del sistema judicial.

GRAFICA 61
**FINANCIAMIENTO OTORGADO POR LA BANCA COMERCIAL
 AL SECTOR PRIVADO NO BANCARIO EXCLUYENDO
 LOS BANCOS INTERVENIDOS Y EN SITUACION ESPECIAL**
 Tasas de crecimiento real



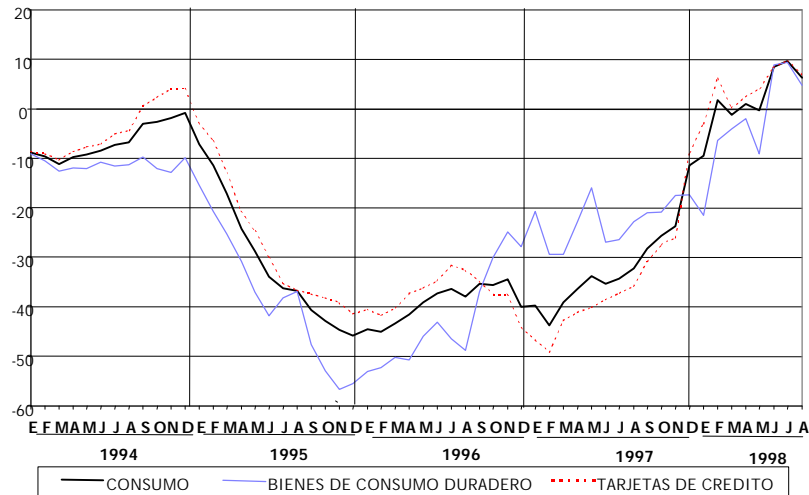
7

En el periodo posterior a una crisis bancaria, las instituciones de crédito se ven obligadas a revisar sus políticas para el otorgamiento de préstamos, así como llevar a cabo la depuración de su cartera de clientes. Una vez concluido este proceso, la clientela cumplida en sus compromisos crediticios se ve incentivada por los bancos para reanudar sus operaciones, a través de promociones y del aumento en sus límites de crédito.

Esto es lo que ha sucedido recientemente en lo relativo al crédito bancario a las empresas y personas físicas con actividad empresarial, así como al crédito a personas físicas para consumo. Así, la gradual reanudación de la actividad crediticia de la banca mexicana ha coadyuvado a la recuperación del consumo y de la inversión.

En congruencia con lo anterior, la tasa de variación real del financiamiento bancario al consumo, es decir, el destinado a la compra de bienes de consumo duradero y a las tarjetas de crédito, se viene recuperando a una gran velocidad. En el caso de las tarjetas, el crédito en esta modalidad ha venido creciendo a tasas reales positivas a partir de febrero de 1998 y a agosto alcanzó una tasa de 6.9 por ciento. Por lo que toca al crédito directo para adquisición de bienes de consumo, su tasa de crecimiento real se volvió positiva a partir de junio, y dos meses después alcanzó un nivel de 4.7 por ciento (ver gráfica 62).

GRAFICA 62
**FINANCIAMIENTO OTORGADO POR LA BANCA
 COMERCIAL AL CONSUMO EXCLUYENDO LOS
 BANCOS INTERVENIDOS Y EN SITUACION ESPECIAL**
 Tasas de crecimiento real



La lenta recuperación del mercado crediticio bancario nacional no implica que los agentes económicos hayan prescindido de financiamiento durante los últimos años, sino que han hecho un uso más intensivo de otras fuentes. De acuerdo con dos evaluaciones coyunturales del mercado financiero llevadas a cabo por el Banco de México en el primer y segundo bimestres de 1998, mediante encuestas levantadas entre un número elevado de empresas y personas físicas con actividad empresarial, se concluye que el sector productivo nacional ha recurrido al financiamiento de sus proveedores o de otras empresas del grupo corporativo al que pertenecen; ello debido a que, aun cuando las tasas activas de la banca se han venido reduciendo, aún no han sido lo suficientemente bajas para competir con dichas fuentes alternas de financiamiento. Además, la preferencia por créditos con bancos extranjeros ha ido creciendo, principalmente por los mayores plazos que otorgan para la liquidación de los adeudos y por el menor costo de intermediación.

En todo caso, un factor limitante que aún persiste por el lado de la demanda en el mercado crediticio nacional es que un número significativo de personas y empresas todavía mantienen un nivel de endeudamiento muy elevado, lo que reduce su capacidad para asumir compromisos crediticios adicionales.

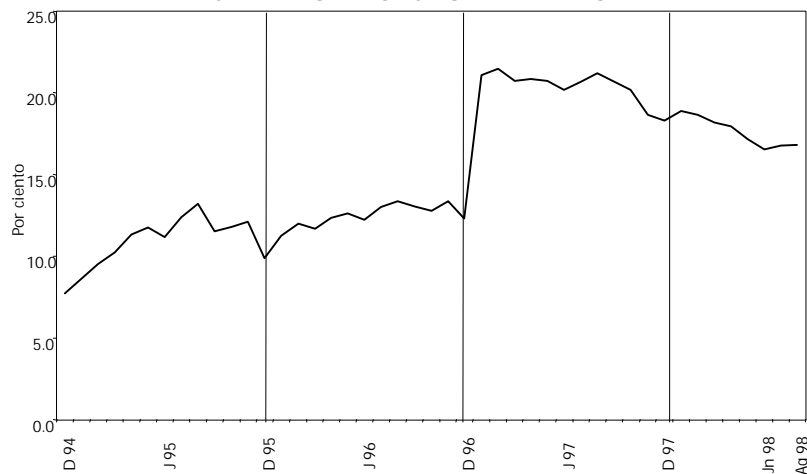
A los factores de demanda recién mencionados, deben agregarse también algunas limitantes por el lado de la oferta. Dentro de estas últimas destacan la cautela de la banca ante el todavía elevado coeficiente de cartera vencida. Más aún, la recuperación de las garantías por parte de la banca, en caso de incumplimiento, continúa planteando un problema legal serio.

Por otra parte, las empresas que tienen capacidad de emitir su propia deuda (ya sea en la forma de papel comercial o pagarés a mediano plazo), lo han venido haciendo regularmente, con lo cual han logrado reducir sus costos de financiamiento.

Evolución de la cartera vencida

De diciembre de 1997 a agosto de 1998, el coeficiente de cartera vencida a cartera total de la banca comercial con el sector privado no bancario (excluyendo a los bancos intervenidos y en situación especial) disminuyó 1.5 puntos porcentuales, para situarse en la última fecha señalada en 16.8 por ciento (ver gráfica 63).

GRAFICA 63
BANCA COMERCIAL *
COEFICIENTE DE CARTERA VENCIDA DEL
CREDITO AL SECTOR PRIVADO



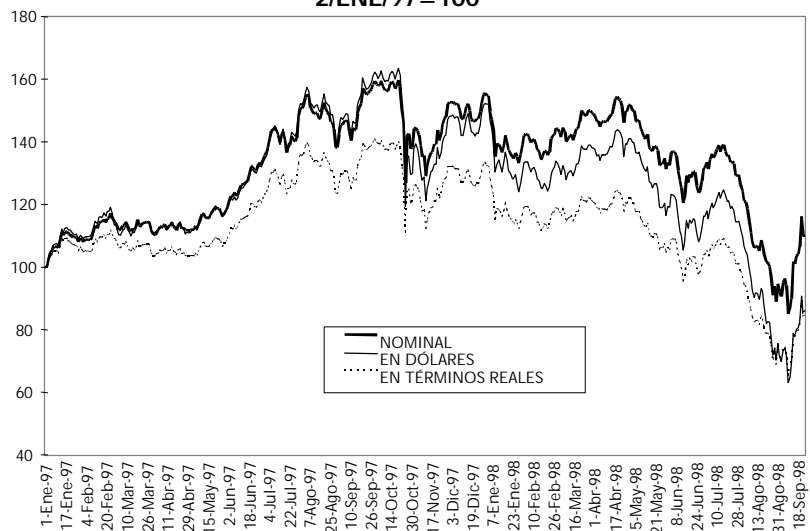
* Excluye a las instituciones intervenidas o en situación especial.

El incremento que se observa en el coeficiente de cartera vencida a cartera total en enero de 1997 (8.8 puntos porcentuales), obedece a la modificación en los criterios contables relativos al registro de dicha cartera. En este sentido, los criterios contables se modificaron para acercarlos a los estándares internacionales.

III.4. Mercado de Valores

Después de la recuperación significativa del Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores (IPC) durante 1997, dicho índice ha manifestado una caída considerable en el tiempo transcurrido de 1998. Del cierre de 1997 al 25 de septiembre del presente año, el IPC registró una caída nominal de 28.8 por ciento, lo que representa una disminución de 36.2 y 43.5 por ciento en términos reales y en dólares, respectivamente (ver gráfica 64).

GRAFICA 64
INDICE DE LA BOLSA MEXICANA DE VALORES
2/ENE/97=100



Ultima observación: 25 de septiembre de 1997.

Entre los principales factores que alteraron el comportamiento accionario durante 1998 destacan los externos. En particular, cabe señalar la caída en los precios del petróleo, el agravamiento de la crisis asiática, el deterioro de la economía rusa y la incertidumbre sobre la solidez de otros mercados emergentes, todo lo cual ha inducido una contracción, en particular a partir de julio, en la tenencia de títulos nacionales por parte de inversionistas institucionales del extranjero. Se estima que en el periodo enero-agosto de 1998 se ha registrado un retiro de aproximadamente 850 millones de dólares de inversiones extranjeras en el mercado accionario.

Sin embargo, no sólo los factores externos han contribuido al deterioro del mercado accionario nacional. En específico, debe considerarse el efecto negativo sobre el valor de las acciones de los grupos financieros generado por la incertidumbre sobre la aprobación de las iniciativas en materia financiera enviadas al inicio del año por el Ejecutivo Federal al H. Congreso de la Unión (ver gráfica 65). Lo anterior se ha reflejado en la disminución del promedio del cociente del precio de mercado de las acciones a valor en libros de los grupos financieros más importantes¹⁹. Dicha proporción ha pasado de 1.45 al cierre de 1997 a 0.7 al 24 de septiembre de 1998.

¹⁹ Los grupos financieros incluidos son: Banamex, Bancomer, Banorte, BBV, Serfin, Bital, Inbursa y Santander.

GRAFICA 65
EVOLUCION DEL INDICE DE LA BOLSA MEXICANA DE VALORES Y DEL ÍNDICE DE SERVICIOS FINANCIEROS*
1º/ENE/98=100



* Se refiere al índice del sector servicios de la Bolsa Mexicana de Valores que publica Bloomberg. Incluye la cotización de las acciones de grupos no financieros (Grupo Posadas, Grupo Situr y Grupo Video) cuya ponderación conjunta en este índice es menor a 1% (Última observación: 25 de septiembre de 1998).

Al cierre de agosto de 1998, el valor de las acciones en circulación fue de 807.5 m.m.p. (81.1 miles de millones de dólares), cifra que se compara con la registrada al cierre de diciembre de 1997 de 1,262.5 m.m.p. (156.2 miles de millones de dólares). Cabe destacar que el ahorro externo en instrumentos de renta variable disminuyó 48.8 por ciento del cierre de diciembre de 1997 al cierre de agosto de 1998, cifra que contrasta con el incremento de 58.1 por ciento registrado durante 1997.

Del cierre de 1997 a agosto del presente año las operaciones realizadas con instrumentos de renta variable en la Bolsa Mexicana de Valores fueron de 11,758 millones de títulos, lo que dio como resultado un promedio diario de 70.4 millones. Dicho promedio fue inferior al registrado durante 1997 (105.9 millones de títulos), debido a la reducción en la

bursatilidad de las emisiones como resultado de un ambiente de mayor incertidumbre.

IV. CONSIDERACIONES FINALES

Los significativos avances logrados en múltiples aspectos del ámbito económico nacional desde 1995 y la apertura comercial en el contexto del Tratado de Libre Comercio de América del Norte, han sido de gran valor en el transcurso de 1998. Ello, debido a que en este último periodo la economía mexicana ha enfrentado perturbaciones de origen externo de magnitud muy superior a la esperada. Los sólidos fundamentos de la economía, junto con ajustes coordinados de las políticas fiscal y monetaria, han permitido la absorción de los choques del exterior de manera eficiente. Esta situación ha dado lugar a que el crecimiento económico esperado para 1998 se haya visto afectado sólo moderadamente por el adverso entorno externo. A la fecha, las expectativas del mercado indican que éste será aproximadamente de 4.5 por ciento y previsiblemente será más alto que el esperado para la economía mundial y para los principales países industriales y en desarrollo.

Los ajustes de las finanzas públicas ante la caída de los precios del petróleo han perseguido básicamente dos objetivos: por un lado, contener el deterioro del déficit de la cuenta corriente ante la perturbación externa. Al respecto, hay que recordar que el déficit de la cuenta corriente no es más que el reflejo de un exceso de gasto sobre el ingreso nacional, por lo cual dicha diferencia se habría exacerbado si el sector público no hubiese disminuido su gasto en respuesta a la caída de los ingresos petroleros. Por el otro, evitar que aumentaran los requerimientos financieros del sector público. De otra manera el propio gobierno estaría desplazando al sector privado de los mercados crediticios al inducir mayores tasas de interés. Al actuar de esa manera, se ha logrado proteger el dinamismo de la actividad económica, minimizando las presiones inflacionarias

causadas por la caída del precio del petróleo²⁰. Ante la perspectiva de un entorno internacional adverso durante 1999, sería recomendable que para entonces se fortalezca aún más la postura fiscal.

Los choques externos que han impactado en los últimos meses a la economía nacional, se pueden clasificar en dos categorías:

- (a) aquéllos que han deteriorado los términos de intercambio del país²¹, como la caída en el precio del crudo de exportación; y
- (b) aquellos que han inducido una significativa contracción del financiamiento del exterior.

Ambos fenómenos han implicado una fuerte reducción de la oferta de recursos reales provenientes del exterior. A su vez, ello ha causado una inevitable depreciación del tipo de cambio real, es decir, una caída del precio relativo entre bienes comerciables y no comerciables de la economía.

Ahora bien, un ajuste del tipo de cambio real se puede dar mediante una variedad de combinaciones entre inflación y depreciaciones nominales de la moneda nacional. Lo deseable es que dicho ajuste se alcance mediante la menor depreciación nominal y, por lo tanto, la inflación más moderada posible, buscando causar los menores trastornos al resto de la economía. Precisamente al logro de este objetivo es a lo que se ha orientado la actuación del Banco de México durante el transcurso del presente año. Todo, en congruencia con lo

²⁰ Las caídas en el precio del petróleo redundan en mayor inflación, debido a que inducen una depreciación del tipo de cambio nominal, la cual a la postre se transmite a una elevación de los precios de los bienes y servicios de la economía.

²¹ Por términos de intercambio se entiende el precio relativo de nuestras exportaciones con respecto a nuestras importaciones.

establecido en la Exposición sobre la Política Monetaria para 1998.

En lo específico, el Banco de México ha procurado aminorar el impacto directo de los choques del exterior sobre el índice general de precios, de tal forma que se vean afectadas lo menos posible la dinámica subyacente de la inflación y las expectativas inflacionarias a mediano y largo plazo. Esto se ha hecho mediante la adopción de medidas restrictivas. Las mayores tasas de interés resultantes han contenido, e incluso en algunos casos han revertido parcialmente, los efectos de los choques exógenos –por ejemplo, impidiendo una mayor depreciación o en ocasiones induciendo una moderada apreciación del tipo de cambio–, además de que en el mediano plazo se espera que contengan el crecimiento de la demanda agregada. Estos efectos inducirán ajustes en las expectativas inflacionarias, lo que a la postre se reflejará en una menor inflación.

En la medida en que el banco central reaccione de manera sistemática para contrarrestar los choques inflacionarios, tendrá mayor control sobre la inflación y adquirirá mayor credibilidad. En este entorno, el proceso de ajuste de las expectativas de inflación será más expedito y menos traumático para la economía. De esta manera, la función de reacción de la autoridad monetaria se vuelve cada vez una más efectiva ancla nominal. Precisamente con el objeto de contribuir a la consolidación de ésta, el Banco de México decidió actuar desde principios del año en respuesta a los eventos desestabilizadores que ha enfrentado.

Es bien conocido que las tasas de interés se integran de tres componentes: primero, su componente real, que tiende a reflejar en el largo plazo la productividad marginal del capital de la economía; el segundo componente corresponde a la compensación que los ahorradores exigen por la erosión que causaría la inflación esperada sobre el valor real de su capital; el tercero consiste en la prima que los inversionistas exigen por el riesgo de que sus expectativas inflacionarias resulten

equivocadas. Dada la estrecha correlación histórica entre el tipo de cambio y la inflación, las expectativas inflacionarias responden rápidamente a una depreciación cambiaria, lo que se refleja en mayores tasas de interés nominales. Éstas también subirían si como resultado de tales depreciaciones cambiarias, la inflación observada resulta consistentemente mayor a la esperada, pues en este caso la prima de riesgo referida se iría ajustando al alza. De lo anterior se deriva que hay una relación directa entre el tipo de cambio, la inflación y las tasas de interés.

Si ante una rápida depreciación del tipo de cambio, el Banco de México no modificara su postura de política monetaria para estabilizar la cotización de la moneda nacional, la inflación aumentaría, lo que a su vez podría acelerar aún más la depreciación. El resultado sería que las expectativas de inflación se deteriorarían, además de que se exacerbaría la prima de riesgo incorporada en las tasas de interés nominales. Es decir, esta sería la fórmula para perpetuar un ambiente de altas tasas de interés, reales y nominales.

Por el contrario, si el Banco de México reacciona ante la depreciación de la moneda nacional mediante una política monetaria astringente --lo cual sube transitoriamente las tasas de interés de muy corto plazo-- se acota la reacción alcista de las expectativas de inflación y se reducen los ajustes a la prima de riesgo. A la postre permite que las tasas de interés reales y nominales sean menores, y naturalmente que la inflación sea también más baja. Esto es la esencia de lo que el banco central ha reiterado en repetidas veces: para aspirar en el mediano y largo plazos a tasas de interés bajas y sostenibles, en ocasiones se requiere de inducir alzas transitorias de las tasas de interés de corto plazo.

En todo caso no hay que olvidar las virtudes estabilizadoras que tienen los regímenes de flotación del tipo de cambio y de libre determinación de las tasas de interés cuando se sufren salidas de capitales. Las ventas de valores denominados en moneda nacional y la compra de dólares por los inversionistas

aumentan tanto las tasas de interés como el tipo de cambio, suponiendo que otros factores no se modifican. El ajuste simultáneo de la paridad y de las tasas de interés desincentiva la venta de valores en moneda nacional al deprimir su precio y elevar el de la moneda extranjera. Este ajuste en precios prosigue hasta que cesan las salidas de capital.

Además, la flotación del tipo de cambio puede hacer que en ocasiones la especulación en contra de la moneda nacional sea costosa. En una situación de fuga de capitales, las compras de moneda extranjera pueden llevar al tipo de cambio a niveles exagerados. Pero al no ser congruentes estos niveles con las condiciones fundamentales de la economía, tarde o temprano el valor de la moneda nacional tiende a la recuperación, infligiendo pérdidas importantes a quienes hayan comprado divisas a elevado precio. Esto ha sucedido en México varias veces desde que se estableció el régimen cambiario de flotación. Así pues, los resultados obtenidos con la flotación después de más de tres años de operación, se pueden considerar en conjunto positivos.

Con respecto al futuro del entorno externo, en la actualidad existe todavía incertidumbre con respecto a la evolución de las economías en crisis y su impacto sobre el resto del mundo. Hasta la fecha ha sido imposible pronosticar la magnitud y duración de las recesiones en curso en otros países y el contagio de las crisis a nuevas regiones. Por lo tanto, persiste el riesgo de que la crisis se intensifique y se extienda a otros mercados. Pero de dos cosas podemos estar seguros: el crecimiento de la actividad económica en los próximos meses será menor en múltiples regiones, además de que el financiamiento del exterior se mantendrá escaso. De ahí que sea obligado preguntarse qué puede hacerse para proteger a la economía nacional de un entorno externo que podría continuar siendo adverso.

A últimas fechas se ha mencionado con cierta insistencia en diferentes y muy variados foros la posibilidad de adoptar

controles de capitales para aislar del exterior a los mercados financieros nacionales. Si bien en una primera instancia esta propuesta puede parecer deseable, un análisis más profundo de su aplicabilidad y de sus posibles consecuencias dejan muy claro que no es un camino conveniente a seguir.

En la mayoría de los casos, la libre movilidad del capital fortalece el crecimiento económico y el bienestar social. Esto ocurre debido a que el libre tránsito del capital permite la asignación de los recursos financieros hacia los proyectos de inversión más productivos. Esta concepción sobre las bondades del libre flujo del capital ha resultado en una mayor apertura de las economías, y en específico, de sus sistemas financieros. Existe amplia evidencia de que, en general, los países receptores de capital logran mayores tasas de inversión productiva y por ende mayor crecimiento económico y mejores niveles de vida para la población. Muchos países con economías emergentes, como México, requieren de capital del exterior para complementar el ahorro interno en el financiamiento de su desarrollo. Por tanto, en una economía que requiere de capital, no tendría sentido ponerle limitantes a su movilidad.

Cabe agregar que en economías como la mexicana, que se caracterizan por tener sistemas financieros relativamente complejos, una estrecha relación con los mercados financieros internacionales y, sobre todo, una gran apertura comercial, se dificultaría de sobremanera llevar a buen término cualquier intento que buscara obstruir el libre flujo del capital. La implantación de controles a esos flujos conllevaría un sinnúmero de dificultades de instrumentación que resultarían en ineficiencia y en costos administrativos de gran magnitud. Si bien algunos países han recurrido en el pasado al establecimiento de este tipo de controles, muchos de ellos (como por ejemplo Chile) los han revertido recientemente.

El gran desarrollo tecnológico en sistemas y comunicaciones ha elevado vertiginosamente la velocidad con la que los mercados financieros responden a eventos y con la que

los capitales fluyen de un lugar a otro. Esta realidad ha reducido sustancialmente los márgenes de maniobra de las autoridades en todo el mundo y en particular en economías emergentes. Ello obliga a que en todo momento se requiera de un marco macroeconómico congruente. Esta condición es la clave para que un país como México se pueda ir distinguiendo del resto de las demás naciones con mercados emergentes.

Para mantener un marco macroeconómico fuerte y consistente, se requiere de lo siguiente:

- acelerar el paso en materia de cambio estructural y desregulación. Sólo así la competitividad de nuestros productos podrá progresar a la velocidad necesaria para permitir una penetración creciente de las exportaciones mexicanas en los mercados internacionales;
- finanzas públicas ordenadas. Ello, con el objeto de que el gobierno no presione al alza las tasas de interés, no desplace al sector privado de los mercados crediticios, mantenga constante o a la baja las razones de deuda pública a PIB, apoye al ahorro interno del país y evite la gestación de desequilibrios en la balanza de pagos;
- una política monetaria comprometida con el abatimiento de la inflación. Esto, de tal forma que la moneda nacional --y los activos denominados en ella-- se vuelvan cada vez mejores depósitos de valor; y
- fortalecer a las instituciones financieras del país, no sólo mediante su capitalización, sino a través del establecimiento de normas prudenciales que permitan una adecuada administración de riesgos de crédito y de mercado. Como complemento de lo anterior se debe mejorar la supervisión y adecuar el marco regulatorio del sistema financiero.

México tiene que perseverar en todas estas áreas. Es la condición para asegurar una estabilidad macroeconómica duradera y consolidar el proceso de desarrollo económico nacional.

Por último, no hay que olvidar que parte muy importante de las presiones que México está enfrentando hoy en día, tienen una dimensión global. La probabilidad de que el mundo caiga en una recesión profunda ha aumentado. Es por ello fundamental que los países industrializados -- en particular los que conforman al G-7 --, en combinación con las organizaciones financieras internacionales, coordinen acciones para evitar que se materialicen escenarios que serían perjudiciales para todos. Esfuerzos para fortalecer al sistema financiero internacional son urgentes, en particular en lo relativo al establecimiento de reglas prudenciales más estrictas y una supervisión más eficaz.