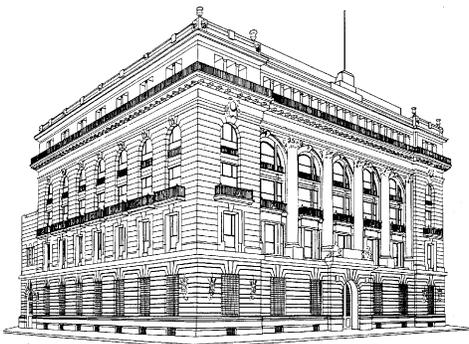


# Política Monetaria

---

Informe sobre el primer  
semestre de 1999



BANCO DE MEXICO

SEPTIEMBRE, 1999

BANCO DE MÉXICO

JUNTA DE GOBIERNO

GOBERNADOR

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

SUBGOBERNADORES

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÜEMEZ GARCÍA

JESÚS MARCOS YACAMÁN

JOSE JULIÁN SIDAOUI DIB

## ADVERTENCIA

Las cifras correspondientes a 1999 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.



I.	Introducción	3
II.	Entorno Internacional	7
III.	Evolución de la Economía: Panorama General	16
	III.1. Actividad Económica	16
	III.2. Empleo, Remuneraciones y Productividad	33
	III.3. Sector Externo	40
	III.4. Finanzas Públicas	58
	III.5. Evolución de los Agregados Monetarios, Crediticios y del Mercado de Valores	62
	III.5.1. Redefinición de los Agregados Monetarios	62
	III.5.2. Medio Circulante	64
	III.5.3. Agregados Monetarios Amplios	67
	III.5.4. Financiamiento al Sector Privado	72
	III.5.5. Flujo de Fondos	80
	III.5.6. Mercado de Valores	83
	III.6. Inflación	87
	III.6.1. Entorno Inflacionario al Final de 1998	87
	III.6.2. Evolución de los Precios al Consumidor en 1999	87
	III.6.3. Comportamiento de las Variables que Inciden sobre la Inflación	92
	III.6.4. Comportamiento de las Expectativas de Inflación en 1999	98
	III.6.5. Estructura de la Inflación Anual	100

III.6.6. Variabilidad de Precios Relativos	101
III.6.7. Abastecimiento de Bienes Básicos	103
III.6.8. Precios Productor	104
IV. Política Monetaria y Cambiaria	108
IV.1. Política Monetaria	108
IV.1.1. Principales Elementos del Programa Monetario para 1999	110
IV.1.2. Instrumentación del Programa Monetario	114
IV.2. Política Cambiaria	127
V. Objetivo de Inflación para el año 2000	133
V.1. Consideraciones Preliminares	133
V.2. Objetivo del Programa Monetario	137
V.3. Perspectivas de Inflación y el Objetivo del Año 2000	139
VI. El reto informático del año 2000	146
VI.1. Antecedentes	146
VI.2. La Conversión Informática del Año 2000: Encomienda al Banco de México	147
VI.3. Planes de Contingencia	149
VI.4. Evaluación	150
VII. Consideraciones Finales.	151

## I. Introducción

---

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 1999.

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

\* \* \*

Durante los meses transcurridos de 1999, la evolución de las principales variables macroeconómicas ha sido favorable en términos generales. Entre la información presentada en este documento destaca el comportamiento de los siguientes indicadores:

- (a) el Producto Interno Bruto (PIB) ha crecido a tasas mayores que las esperadas;
- (b) en el periodo enero-agosto de 1999 se han creado 495.6 miles de empleos formales;
- (c) el Índice Nacional de Precios al Consumidor ha evolucionado conforme a lo programado y se estima que la meta de 13 por ciento establecida como objetivo en el Programa Monetario para 1999 se podrá cumplir;
- (d) las expectativas de inflación se han ajustado a la baja reiteradamente, permitiendo descensos importantes de las tasas de interés nominales;

- (e) las exportaciones, petroleras y no petroleras, han exhibido tasas de crecimiento elevadas, contribuyendo a que disminuyan los déficit en balanza comercial y en cuenta corriente (en aproximadamente 0.4 por ciento del PIB en ambos casos);
- (f) el déficit en cuenta corriente ha sido financiado principalmente por flujos de capital de largo plazo, entre los que destaca una inversión extranjera directa que en el primer semestre del año cerró en 5,469 millones de dólares; y
- (g) la acumulación de reservas internacionales resultó mayor que la anticipada.

Lo sucedido en materia de crecimiento económico, abatimiento de la inflación y estabilización de los mercados financieros ha respondido a fenómenos tanto internos como externos. En el ámbito interno, cabe destacar que la aplicación de una política fiscal orientada a mantener la solvencia del sector público ha sido pieza fundamental del programa económico y ha influido favorablemente sobre la percepción de los inversionistas respecto del desempeño futuro de la economía mexicana. Por otra parte, de conformidad con el mandato constitucional, la política monetaria del Banco de México se ha orientado a procurar el abatimiento de la inflación, mediante una aplicación oportuna de los instrumentos disponibles, con el fin de alcanzar el objetivo propuesto en el Programa Monetario.

La aplicación de políticas monetarias y fiscales congruentes con la estabilidad macroeconómica ha contribuido a la formación de un entorno propicio para la inversión y el ahorro, estimulando la reactivación de la producción y del empleo.

En lo que respecta a los fenómenos de índole externa, hay dos aspectos principales que destacar: en primer lugar, el desempeño muy favorable de la economía de los Estados Unidos, cuyo crecimiento en 1999 se estima en aproximadamente 3.7 por ciento y que ha tenido un impacto expansivo sobre las exportaciones mexicanas, las cuales representan una fracción importante del ingreso nacional. Por otra parte, la recuperación de los precios del petróleo ha tenido efectos positivos sobre las finanzas públicas y las cuentas externas.

Como se comenta ampliamente en diversos informes del Banco de México, durante 1998 la política monetaria se caracterizó por un aumento progresivo del “corto” en respuesta a los múltiples

choques inflacionarios que enfrentó nuestra economía a lo largo de ese año. A principios de 1999 se presentaron presiones alcistas adicionales, debido a los movimientos cambiarios causados por la devaluación del real brasileño y por la consecuente revisión al alza de las expectativas de inflación. En respuesta a estos fenómenos, el 13 de enero de 1999 se amplió el “corto”, para pasar de 130 a 160 millones de pesos, nivel en el cual permanece hasta el momento de la publicación del presente Informe. Esta postura restrictiva de la política monetaria ha sido fundamental para diluir la burbuja inflacionaria que se formó a finales del año anterior, coadyuvando así al descenso de la inflación hacia una tasa anual de 13 por ciento en 1999.

Si bien la inflación ha venido disminuyendo de manera rápida desde el pasado mes de febrero, se destaca en el presente documento que este comportamiento se ha visto influido principalmente por la desaceleración en el crecimiento de los precios de los bienes comerciables, los cuales se determinan principalmente por los movimientos del tipo de cambio. Por el contrario, la inflación de los precios de los bienes no comerciables no ha mostrado descensos importantes. En muy buena medida, este fenómeno se explica por la rigidez a la baja de las expectativas de inflación (superiores a los objetivos de la autoridad y a la inflación observada) que se ha hecho manifiesta --entre otros casos-- en las revisiones salariales que han tenido lugar en 1999. Así, con el objeto de guiar las expectativas de inflación que influirán en las decisiones económicas futuras, y las cuales afectarán de manera importante el curso de la inflación en el año 2000, la Junta de Gobierno del Banco de México ha acordado con el Gobierno Federal establecer como objetivo para el año próximo una tasa de inflación que no exceda de 10 por ciento. Este propósito se inscribe en el marco de la intención, hecha explícita el pasado mes de enero y reiterada ahora, de alcanzar hacia el 2003 una inflación similar a la de Estados Unidos y Canadá. Debido a que la inflación en México aún se encuentra muy por encima de ese nivel, la postura de política monetaria debe mantener un sesgo restrictivo.

La convergencia de la inflación esperada por el mercado para 1999 con la meta de 13 por ciento se ha dado de manera muy paulatina y el pronóstico de inflación más común para el año 2000 aún se encuentra por arriba de la meta de 10 por ciento. Esta inflexibilidad, de origen histórico, es reflejo de una brecha de credibilidad y se traduce en variables nominales --salarios y tasas de interés-- desalineadas con relación al objetivo de inflación. Al

respecto, cabe recordar, como lo demuestra la experiencia de la economía de México en los últimos 30 años, que los incrementos salariales superiores a la suma de la inflación esperada más los aumentos en productividad han conducido a mayores niveles de inflación, los cuales erosionan a la postre las ganancias buscadas en el salario real.

Es de esperarse que a medida que continúe la convergencia de las expectativas de inflación para 1999 con el objetivo de 13 por ciento, aumente la credibilidad de la meta de 10 por ciento o menos para el año 2000 y se ajusten consecuentemente las variables clave.

En un proceso de desinflación de mediano plazo es natural que la política monetaria sea restrictiva. Dentro de este ambiente de restricción, el Banco de México evaluará continuamente las diversas fuentes de presiones inflacionarias, con el fin de determinar la conveniencia de modificar la postura de su política monetaria. Sobre este punto, es de importancia crucial señalar que el efecto de las acciones de política monetaria se materializa con un rezago relativamente largo. En consecuencia, para influir sobre el curso de la inflación futura, sería preciso actuar con la suficiente anticipación.

De no hacerlo, la meta de inflación del próximo año no podría alcanzarse y se deterioraría la credibilidad de la autoridad monetaria, aumentarían las tasas de interés y se empeorarían los términos crediticios dando lugar a caídas del salario real y del empleo.

\* \* \*

Toda vez que la adopción y puesta en práctica de una política monetaria adecuada es un elemento necesario más no suficiente para lograr la estabilidad de precios, resulta importante analizar el entorno tanto externo como interno en que se ha aplicado dicha política. Así, en las secciones II y III de este documento se hace, respectivamente, un breve recuento del entorno internacional y de la situación económica del país en el transcurso del presente año. A continuación, en la sección IV, se describe la conducción de la política monetaria y cambiaria durante el periodo. En la sección V se profundiza sobre el objetivo de la política monetaria para el año 2000 y el mediano plazo. La sección VI contiene la revisión de los avances conseguidos por el sistema financiero nacional para hacer frente al problema del año 2000. A manera de cierre, en la última sección se presenta una serie de consideraciones finales.

## II. Entorno Internacional

---

El ambiente macroeconómico interno y las condiciones de la economía mundial, en particular de los mercados financieros, condicionan en buena medida la ejecución de la política monetaria. Por ello, resulta conveniente describir brevemente los principales acontecimientos internacionales que, a lo largo del año en curso, han influenciado el diseño y la conducción de dicha política, que es la responsabilidad del Banco Central.

Como se señaló en la Exposición sobre la Política Monetaria para 1999, al inicio de este año el Instituto Central vislumbraba que el país seguiría enfrentando un escenario externo adverso. Varios factores daban sustento a esa perspectiva. En primer lugar, la previsión de que subsistiría la debilidad de la demanda en el mercado petrolero internacional, lo que ocasionaría que el precio del crudo se mantendría deprimido, en niveles inclusive menores que los observados en 1998. A lo anterior habría que agregar que, a finales del año pasado, las proyecciones de la actividad económica mundial para 1999 indicaban que ésta obtendría una tasa de crecimiento modesta, de aproximadamente 2.2 por ciento, mientras que la economía de los Estados Unidos, nuestro principal socio comercial, mostraría incluso un ritmo menor (1.8 por ciento). De esta manera, se anticipaba que el magro crecimiento del producto mundial se traduciría en una expansión lenta del comercio global así como de las importaciones de los países industriales. Por tanto, era probable que tal situación condujera a que los precios internacionales de nuestras exportaciones, tanto de materias primas como de bienes manufacturados, continuaran en niveles bajos. Los factores señalados apuntaban a que en el año la economía mexicana tendría un menor crecimiento que en 1998 y a que las exportaciones mexicanas lograrían una expansión apenas moderada.

Otro factor que previsiblemente afectaría el crecimiento económico en 1999, era que se anticipaba que los flujos netos de capital privado hacia Latinoamérica seguirían siendo relativamente reducidos. Esta situación se explicaba, primordialmente, por la expectativa de que la volatilidad observada en las economías emergentes se reflejaría en una actitud conservadora por parte de la banca extranjera y de los inversionistas institucionales.

Un aspecto adicional que preocupaba a principios de año era la fragilidad de la situación financiera de algunas naciones y las perspectivas inciertas de los mercados financieros de los países industrializados. Una evolución desfavorable en estos frentes podría inducir mayor volatilidad en los mercados nacionales y complicar así la lucha contra la inflación. De ahí que, ante la posibilidad de un marco internacional volátil y difícil, se consideró deseable que las políticas económicas internas fuesen flexibles y que existiera una gran coordinación entre ellas.

El entorno internacional ha tenido efectos tanto positivos como negativos sobre el desempeño de la economía mexicana en 1999. Por un lado, de los factores que han incidido de manera favorable sobre la actividad económica y los mercados financieros destacan:

- (a) un mayor crecimiento en la economía de los Estados Unidos;
- (b) los eventos en Brasil resultaron menos dañinos que lo anticipado;
- (c) los precios del petróleo se han incrementado sensiblemente respecto de sus niveles de finales de 1998; y
- (d) las economías asiáticas han comenzado a recuperarse.

Por lo que respecta a los principales factores que han afectado negativamente el desempeño económico deben mencionarse los siguientes:

- (a) el cambio cualitativo en la evaluación del riesgo soberano de los mercados emergentes después de la crisis rusa y la incertidumbre que prevalece sobre dichos mercados, mantienen elevadas las tasas de interés en moneda nacional y extranjera;
- (b) la incertidumbre sobre una continua expansión económica en Estados Unidos, sin la aparición de presiones inflacionarias; y
- (c) la percepción de los mercados financieros sobre las medidas adoptadas en los mercados emergentes para hacer frente al “problema del año 2000” afecta la disponibilidad de recursos para estas economías.

A continuación se detalla, en orden cronológico, la evolución del entorno internacional y su impacto sobre la economía nacional.

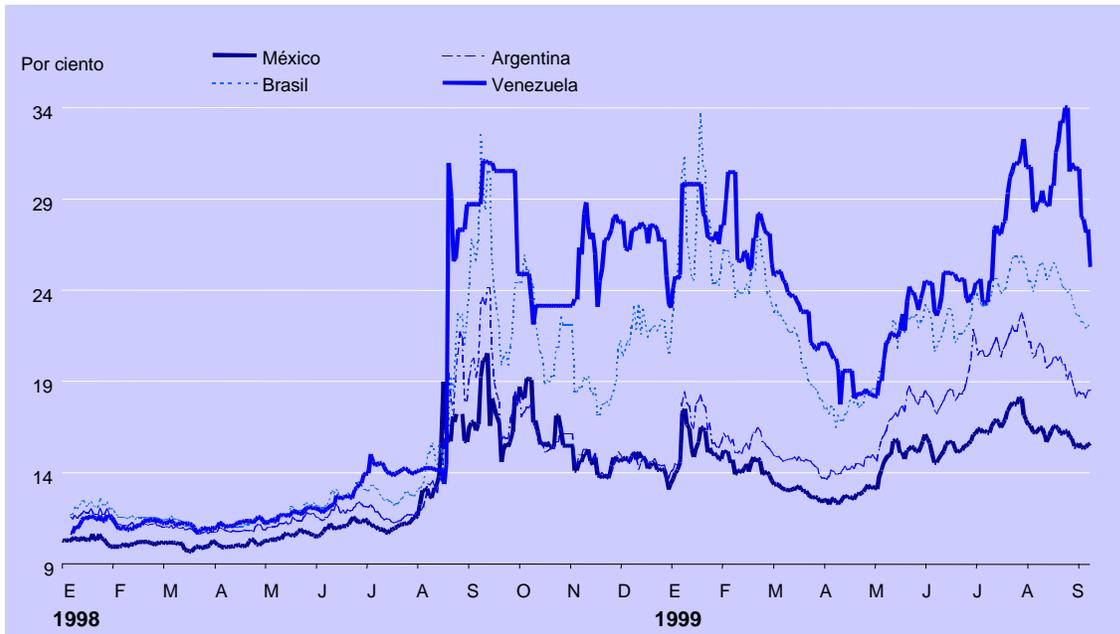
La dificultad para llevar a cabo el ajuste fiscal requerido en Brasil fue el principal detonante para que la moneda de ese país enfrentara un fuerte ataque especulativo. Ante tal situación, el 13 de enero las autoridades monetarias del país sudamericano decidieron desplazar hacia arriba la banda de referencia para la cotización de su divisa. Al no venir acompañada dicha medida con una mayor restricción fiscal y monetaria, a los dos días (15 de enero) la banda resultó insostenible y el real tuvo que flotar, depreciándose inmediatamente en más de 15 por ciento.

A pesar de la turbulencia experimentada por la economía brasileña y de los pronósticos poco optimistas sobre la evolución de la economía mundial, los acontecimientos financieros internacionales durante el periodo transcurrido de 1999 han resultado más favorables que lo previsto. Esto último ha obedecido, en buena medida, al comportamiento positivo de la economía de Brasil y a que las repercusiones de la volatilidad de los mercados financieros por la situación de dicho país, hacia otras economías emergentes, resultaron menores que lo contemplado en un principio. Una vez ocurrida la devaluación del real, el temor provenía de que el ajuste cambiario generara una crisis financiera en Brasil, caracterizada por una espiral inflacionaria y una salida masiva de capitales. A la luz de los acontecimientos financieros internacionales que se presentaron en 1998, después de que Rusia declarara la moratoria de su deuda y la devaluación del rublo, existía la preocupación de que la depreciación del real tuviese consecuencias desfavorables sobre los mercados de Latinoamérica y, en general, sobre los países en vías de desarrollo. La percepción de un mayor riesgo en las economías latinoamericanas se reflejó en un aumento importante del rendimiento neto de los bonos Brady, el cual, si bien venía disminuyendo de los “picos” alcanzados a raíz de la crisis rusa, aún se encontraba en niveles elevados (ver Gráfica 1).

No obstante el sombrío panorama descrito, los eventos en Brasil resultaron menos dañinos que lo anticipado, lo cual se tradujo casi inmediatamente en disminuciones del riesgo percibido para las economías de Latinoamérica. De mediados de enero a principios de marzo el real perdió 45 por ciento de su valor frente a la moneda de los Estados Unidos, llegando a cotizarse en niveles de 2.2 reales por dólar. Sin embargo, el aumento de las tasas de interés por parte del

Banco Central de Brasil y su compromiso en la lucha contra la inflación, permitieron la recuperación parcial del valor de la divisa. Así, para mediados de mayo la moneda brasileña se había apreciado en forma significativa, alcanzando niveles de 1.65 reales por dólar, a pesar de las disminuciones que desde marzo registraron las tasas de interés.

**Gráfica 1 Rendimiento Neto de los Bonos Brady a Descuento Para Algunos Países Latinoamericanos**



Fuente: Bloomberg. Última observación: 21 de septiembre de 1999.

Aunados a la firmeza mostrada por las autoridades monetarias, la relativa estabilidad del real y el repunte del mercado de valores de Brasil durante los primeros meses del año obedecieron a los resultados satisfactorios obtenidos por la economía. Así, la inflación ha sido menor que la esperada por el mercado, habiendo cerrado en la primera mitad del año en 8 por ciento en términos anuales. Por su parte, la actividad económica ha descendido menos que lo temido. En materia fiscal las cifras del primer trimestre fueron inclusive mejores que las acordadas con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Como corolario de lo anterior, aunque si bien bajo condiciones y términos más estrictos, Brasil recuperó el acceso a los mercados financieros internacionales. No obstante lo señalado, algunos obstáculos más recientes en materia fiscal así como las dificultades para llevar a cabo reformas en este ámbito, se reflejaron nuevamente en presiones sobre la divisa brasileña.

Sin lugar a dudas, el país de la región que más resintió los acontecimientos de la crisis brasileña fue Argentina. La devaluación del real y la desaceleración del ritmo de actividad económica en Brasil, su principal socio comercial, propiciaron una contracción abrupta del producto de Argentina. Más aún, la preocupación sobre la viabilidad de su régimen cambiario en el mediano y largo plazos, generó mayor presión no sólo sobre sus mercados financieros sino en toda la región.

Durante 1999, la economía de los Estados Unidos continuó expandiéndose en forma mucho más dinámica que la anticipada a principios del año. Esta evolución se explica por la combinación de la innovación tecnológica de los últimos años con un pronunciado aumento de la productividad del trabajo. Sin lugar a dudas, la gran fortaleza mostrada por la economía de ese país ha sido un factor determinante para el favorable desempeño de la actividad económica en México, particularmente del sector exportador.

No obstante, ante la evidencia de que la demanda agregada en Estados Unidos venía creciendo a un ritmo rápido y de que la recuperación de la actividad económica en distintas regiones del mundo incidía sobre la elevación de los precios del petróleo y de otras materias primas, en junio pasado la Junta de la Reserva Federal anunció un aumento de 0.25 puntos porcentuales en su objetivo para la tasa de fondos federales, para ubicarla en 5 por ciento. La mera expectativa de que se materializara ese aumento propició que, desde mayo, fecha en que la Junta de la Reserva Federal anunció una postura de política monetaria sesgada hacia la restricción crediticia, las tasas de interés comenzaran a aumentar. En ello también incidió la posibilidad de que el riesgo percibido de las economías emergentes registrara movimientos al alza.

En agosto, el persistente impulso de la demanda interna y una mayor presión en el mercado laboral indujeron a la Junta de la Reserva Federal a anunciar nuevamente un incremento en su objetivo para la tasa de fondos federales, de 0.25 puntos porcentuales, para ubicarla en 5.25 por ciento y un aumento, también de 0.25 puntos porcentuales, en la tasa de descuento, alcanzando ésta el nivel de 4.75 por ciento. Cabe señalar que desde abril de 1994, la Junta de la Reserva Federal no había anunciado aumentos en la tasa de fondos federales en reuniones consecutivas de su Comité de Mercado Abierto y que, desde diciembre de 1994, la tasa de descuento se había mantenido sin cambio. Así, las recientes acciones de política

muestran la determinación del banco central de los Estados Unidos de mantener la inflación bajo control.

Dado que las autoridades monetarias de los Estados Unidos concluyeron que las acciones de política monetaria llevadas a cabo en junio y agosto del año en curso disminuirían significativamente el riesgo de un aumento en la inflación, en su reunión de agosto la Junta de la Reserva Federal se pronunció por la adopción de una política monetaria neutral.

La situación en Asia ha mejorado. La mayoría de los países que sufrieron crisis financieras en 1997 ha conseguido recuperaciones tanto en el sector real como en su mercado financiero. Destaca el caso de la economía coreana, la cual ha mostrado un repunte importante. Por su parte, Tailandia, Singapur, Malasia y Filipinas no resultaron mayormente afectados por la turbulencia financiera de Brasil de principios de año y su fortalecimiento, si bien no ha sido tan acentuado como el de Corea, ha venido acompañado por una mayor estabilidad de sus monedas y por la recuperación de sus mercados de valores. Aunque la incertidumbre política de Indonesia ha dificultado la estabilización de su economía, las tasas de interés han disminuido en forma importante y a partir de abril el mercado de valores se recobró significativamente.

Por otra parte, las políticas de estímulo fiscal y monetario aplicadas en Japón parecen haber comenzado a dar resultados. Después de un año y medio de contracción, en el primer trimestre de 1999 el producto ya mostró una tasa de crecimiento real positiva, de 7.9 por ciento en términos anuales, por lo que la prolongada recesión de dicho país pudiese estar llegando a su término. A su vez, las reestructuras anunciadas por un número importante de empresas japonesas y el progreso de las autoridades en la resolución de los problemas de su sistema financiero han redundado en una apreciación del yen y en la mejoría del mercado de valores.

El Cuadro 1 muestra las estimaciones de crecimiento económico realizadas por el FMI en septiembre del presente año, referentes a distintas regiones del mundo para 1999 y 2000. Dicho cuadro recoge también las diferencias entre las proyecciones recientes para 1999 y las realizadas en diciembre de 1998. Como se aprecia, en términos generales las perspectivas de desarrollo para 1999 son ahora más optimistas que a finales del año pasado.

Con respecto a la corrección de los pronósticos para 1999 realizados por el FMI en diciembre pasado, destaca el mayor

crecimiento esperado para la economía de los Estados Unidos (1.9 puntos porcentuales). Por su parte, como se señaló con anterioridad, Japón y Asia en su conjunto ofrecen un panorama más promisorio. Europa y el Medio Oriente presentan un menor ritmo de actividad económica, debido principalmente a la desaceleración de la demanda interna.

En relación a América Latina y el Caribe, el FMI anticipa para 1999 un menor crecimiento económico que el previsto a finales de 1998. Esto se atribuye fundamentalmente a las revisiones a la baja en las proyecciones de expansión para Argentina, Chile, Colombia, Ecuador y Venezuela.

**Cuadro 1**

**Proyecciones de Crecimiento Económico por el FMI**

En por ciento anual

	Proyecciones en		Diferencia respecto de las
	septiembre de 1999	2000	proyecciones de diciembre de 1998
	1999	2000	1999
Producto Mundial	3.0	3.5	0.8
Economías desarrolladas	2.8	2.7	1.2
Estados Unidos	3.7	2.6	1.9
Japón	1.0	1.5	1.5
Zona Euro	2.1	2.8	-0.3
Países en desarrollo	3.5	4.8	0.0
Asia	5.3	5.4	1.0
Medio Oriente y Europa	1.8	3.1	-1.1
América Latina y Caribe	0.1	3.9	-1.4

Fuente: World Economic Outlook, FMI, septiembre de 1999.

Si bien el escenario de la economía mundial luce en la actualidad más alentador que a principios de año, aún persisten inquietudes y debilidades respecto de las economías de algunas zonas del mundo. En específico, existe la preocupación de que de llegarse a presentar un menor ritmo de crecimiento en la economía estadounidense, acompañado por un modesto repunte de la actividad económica en Japón y en Europa, se obstaculice la recuperación de los países asiáticos que enfrentaron dificultades en el pasado reciente. Más aún, incrementos adicionales de las tasas de interés en los Estados Unidos no sólo implicarían menores flujos de capital privado hacia Latinoamérica, limitando las posibilidades de crecimiento de la región, sino que el consiguiente menor ritmo de expansión de la demanda interna en dicho país tendría repercusiones desfavorables sobre las economías con las que mantiene un importante intercambio comercial.

Por otra parte, si bien los mercados financieros de las principales economías emergentes han mostrado una relativa estabilidad desde la erupción de la crisis financiera en Brasil, algunas de ellas aún presentan signos de fragilidad y de alta vulnerabilidad a

los cambios que pudiera registrar la percepción del mercado sobre su futuro en el mediano plazo. Los riesgos que se vislumbran para las economías emergentes se detectan en el rendimiento neto todavía elevado de los bonos Brady a descuento de algunos países latinoamericanos (ver Gráfica 1), así como en los menores flujos de capital destinados a dichas economías.

Con respecto a esto último, de acuerdo con cifras del FMI, el financiamiento privado a las economías emergentes (excluyendo inversión extranjera directa y flujos interbancarios) durante el primer semestre del año fue 8.1 miles de millones de dólares menor que el observado durante el mismo periodo de 1998. Por su parte, para América Latina y el Caribe dicho financiamiento fue menor en 10.5 miles de millones de dólares.

Cabe destacar, sin embargo, la favorable percepción de los mercados sobre la economía mexicana, en comparación con la correspondiente a otros países latinoamericanos (ver Cuadro 2).

Cuadro 2

### Pronósticos para 1999 de los Principales Indicadores Macroeconómicos: Países Seleccionados de América Latina.

	Crecimiento Económico* Real (por ciento)	Inflación Anual Por ciento	Déficit Fiscal (por ciento del PIB)**	Déficit en Cuenta Corriente (por ciento del PIB)
México	3.18	13.5	1.2	2.9
Argentina	-3.14	-1.5	1.8	3.9
Brasil	-0.42	8.2	9.7	4.4
Chile	-0.28	3.2	0.9	2.2
Colombia	-2.87	11.5	3.9	3.5
Ecuador	-5.90	63.5	3.7	1.6
Perú	2.66	4.8	1.3	4.2
Venezuela	-4.84	23.8	5.2	1.8

\*/ Fuente: J.P. Morgan, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Morgan Stanley y Credit Suisse (promedios al 20 de septiembre), excepto para el dato del crecimiento del PIB de Colombia, el cual corresponde al promedio de J.P. Morgan, Deutsche Bank, Morgan Stanley y Credit Suisse.

\*\* Fuente: J.P. Morgan, Deutsche Bank, Goldman Sachs, y Credit Suisse (promedios al 20 de septiembre).

Un factor de riesgo adicional en los mercados emergentes lo constituye el llamado “problema del año 2000”, que se refiere a la posibilidad de que los sistemas de cómputo existentes dejen de funcionar, o presenten errores, al confundir el año 2000 con el año 1900. La percepción de los mercados financieros sobre la preparación de cada una de las economías emergentes para afrontar la cuestión descrita, puede a su vez afectar la disponibilidad de recursos financieros para los distintos países e inclusive propiciar salidas de capital.

La reacción de los mercados financieros nacionales frente a los acontecimientos internacionales descritos ha sido positiva.

Diversas razones explican lo anterior. El mercado petrolero no ha tenido el desempeño negativo que se preveía a principios del año. La disminución de las plataformas de exportación acordadas por el gobierno mexicano y algunos países de la OPEP y la recuperación de la demanda del energético, han impulsado el precio de la mezcla mexicana a niveles superiores a los 20 dólares por barril. La oportuna reacción de las autoridades y la congruencia de las políticas fiscal y monetaria han permitido diferenciar a la economía mexicana de los riesgos percibidos para otros mercados emergentes y reducir significativamente su vulnerabilidad. Por su parte, el régimen cambiario de libre flotación ha facilitado la absorción de los choques externos en forma ordenada.

El desempeño favorable de la economía mexicana fue la base para que las autoridades pudieran negociar exitosamente el Programa de Fortalecimiento Financiero 1999-2000. Dicho programa incluye recursos por 16,900 millones de dólares en la forma de líneas de refinanciamiento y comercio exterior y 6,800 millones en líneas contingentes al amparo del Acuerdo Financiero de América del Norte (NAFA). La formalización de dicho programa es reflejo de una opinión positiva por parte de los organismos financieros internacionales respecto del futuro de la economía mexicana y será un factor que contribuirá a la estabilidad de los mercados nacionales durante el próximo año. Por su parte, una percepción similar propició que las agencias calificadoras mejoraran sus perspectivas sobre la economía mexicana. Así, Moody's revisó al alza la calificación de la deuda soberana de México de largo plazo (de Ba2 a Ba1), así como la de los depósitos y deuda en moneda extranjera de algunos bancos mexicanos. Además, Standard & Poors modificó su percepción de riesgo de la deuda soberana mexicana denominada en moneda extranjera de estable a positiva.

Lo anterior confirma la distinción cada vez mayor que realizan los inversionistas internacionales y las agencias calificadoras entre la economía mexicana y el resto de los mercados emergentes. No obstante lo anterior, el entorno externo luce aún incierto, razón suficiente para mantener a las principales políticas económicas en el rumbo establecido, preservando un marco macroeconómico sólido y congruente. Así, la salud de las finanzas públicas y una política monetaria comprometida con el abatimiento de la inflación son los ingredientes fundamentales para continuar por la senda de la estabilización.

### III. Evolución de la Economía: Panorama General

---

#### III.1. Actividad Económica

---

Durante 1999 la actividad económica ha mostrado avances significativos.

A lo largo del presente año se han reactivado el crecimiento económico y el gasto interno, lo que ha redundado en una importante generación de empleos. Dicha evolución se ha alcanzado no obstante que, como señaló este Instituto Central en su Informe Anual correspondiente a 1998, durante los últimos meses de ese año se manifestó un debilitamiento de la actividad económica. Esto, como consecuencia del recrudecimiento de la inestabilidad en los mercados financieros internacionales durante el tercero y cuarto trimestres. Ante ese escenario externo, la actividad perdió fortaleza y se afectaron negativamente las expectativas económicas, incluyendo al clima de negocios, situación que subsistió durante los dos primeros meses del año en curso. Así, a la desaceleración de finales de 1998 le ha seguido un mejor desempeño económico en 1999.

Los aspectos más sobresalientes de la actividad económica han sido los siguientes:

- (a) aceleración del crecimiento del producto a lo largo del año, después de la contracción que se presentó en el cuarto trimestre del año pasado con respecto al trimestre previo (cifras desestacionalizadas);
- (b) una trayectoria más favorable que la anticipada por la mayoría de los analistas económicos, que ha permitido el incremento del producto per cápita;
- (c) la pérdida de fortaleza que se registró en los últimos meses del año pasado resultó temporal y fue originada por el adverso ambiente externo. La corta duración del episodio y su relativa levedad, son prueba de que la economía mexicana está ahora mucho mejor pertrechada que en el pasado para enfrentar

- perturbaciones exógenas, tanto de origen externo como interno;
- (d) expansión en el primer semestre de la totalidad de los componentes de la demanda agregada, siendo el más dinámico el de las exportaciones de bienes y servicios, seguido por la inversión;
  - (e) el gasto en inversión fija bruta se ha ido fortaleciendo durante el año, impulsado por la reactivación de la inversión privada, particularmente de las empresas exportadoras;
  - (f) moderación del crecimiento del consumo privado a principios del presente año, fenómeno que se inició desde finales de 1998 y que fue reflejo de la desaceleración económica y de la incertidumbre prevaleciente en ese periodo. Con todo, el gasto referido se fortaleció a partir del segundo trimestre del presente año, al acelerarse el crecimiento económico y al expandirse la masa salarial;
  - (g) obtención de tasas anuales de crecimiento positivas en el primer semestre del presente año por todas las grandes divisiones de la producción, con excepción de la minería; según los indicadores más recientes, dicho escenario continuó mejorando en el tercer trimestre;
  - (h) mejoría, a partir de finales de febrero, de las expectativas económicas y de los indicadores sobre el clima de negocios y nivel de confianza. Según los diversos indicadores que el Banco de México recaba mes a mes (de los analistas económicos del sector privado y de las empresas manufactureras) dicha mejoría se mantuvo en el tercer trimestre del año.

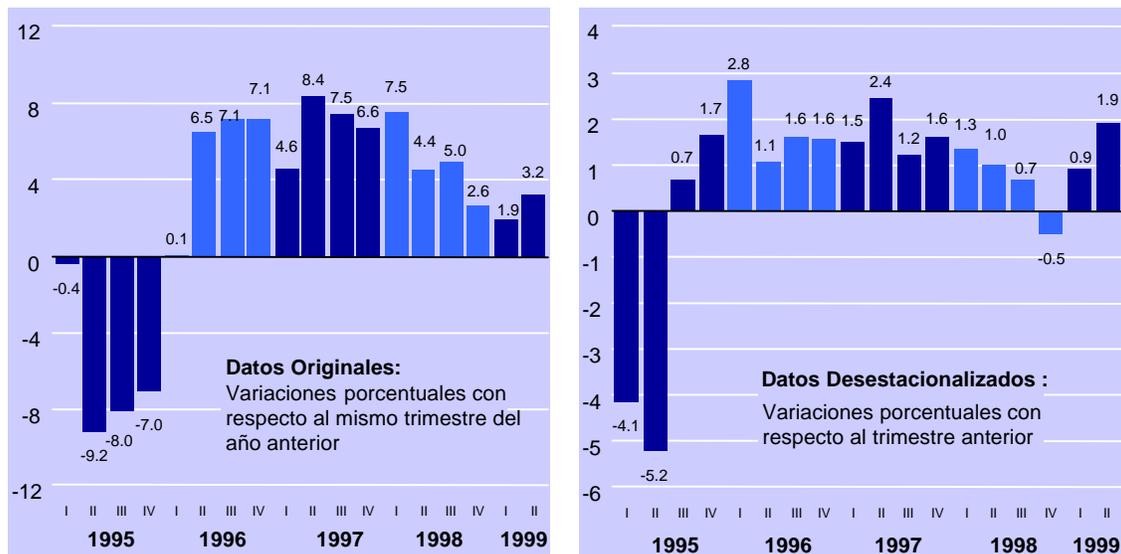
De acuerdo con la información del Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (INEGI), durante el primer semestre del año actual el PIB de la economía mexicana registró, a precios constantes, un crecimiento anual de 2.5 por ciento con relación a su nivel del mismo periodo de 1998. Este resultado se derivó de aumentos anuales de 1.9 por ciento en el primer trimestre y de 3.2 por ciento en el segundo (ver Gráfica 2 y Cuadro 3). El incremento anual del PIB del segundo trimestre resultó a la postre superior al esperado por la mayoría de los analistas. Las cifras desestacionalizadas del PIB muestran que su ritmo se ha ido fortaleciendo a lo largo de 1999, ya que con relación al trimestre

previo el crecimiento del segundo trimestre fue superior en un punto porcentual. A su vez, el primer trimestre había venido precedido por la contracción que registró el PIB en el cuarto trimestre del año pasado, con respecto a la cifra del trimestre precedente.

El fortalecimiento de la actividad económica durante 1999 confirma que su debilitamiento previo fue transitorio. La desaceleración se originó en el ambiente externo adverso que en ese entonces enfrentó la economía mexicana. Empero, la brevedad de la contracción, su moderada magnitud y la pronta reactivación posterior en un entorno externo mejor, aunque todavía caracterizado por algunos rasgos desfavorables, sugieren que la economía mexicana está mejor preparada para encarar perturbaciones imprevistas.

El crecimiento del PIB se ha apoyado en el presente año en la solidez de los fundamentos económicos y en la coherencia y flexibilidad de las políticas seguidas. Estos fundamentos favorecen la formación de un ambiente de mayor confianza que incentiva el gasto de inversión y que permite una mayor oferta de recursos externos. La evolución de la actividad económica también se ha visto favorecida por la expansión de la economía de los Estados Unidos, que ha impulsado el aumento de nuestras exportaciones.

**Gráfica 2 Crecimiento del PIB Trimestral**



**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
1996	I	0.1	-0.2	-0.2	2.8
	II	6.5	6.4	1.1	1.1
	III	7.1	7.4	-3.0	1.6
	IV	7.1	7.3	9.4	1.6
1997	I	4.6	5.9	-2.5	1.5
	II	8.4	7.3	4.8	2.4
	III	7.5	6.9	-3.8	1.2
	IV	6.6	7.0	8.6	1.6
1998	I	7.5	6.8	-1.8	1.3
	II	4.4	5.3	1.8	1.0
	III	5.0	4.7	-3.3	0.7
	IV	2.6	2.6	6.1	-0.5
1999	I	1.9	2.1	2.5	0.9
	II	3.2	3.1	3.1	1.9

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

En el primer semestre de 1999 la oferta y la demanda agregadas, medidas a precios constantes, mostraron un crecimiento anual de 4 por ciento con respecto al mismo periodo de 1998 (ver Cuadro 4). La expansión del producto en el primer semestre se sustentó tanto en la demanda interna como en las exportaciones de bienes y servicios. En el desempeño de la demanda interna destacó la expansión del gasto privado en inversión y consumo. Dicho gasto creció 3.2 por ciento a precios constantes con relación al primer semestre del año pasado, alcanzando en el segundo trimestre una tasa de crecimiento anual (3.8 por ciento) mayor que en el primero (2.5 por ciento). Por su parte, el gasto del gobierno en consumo e inversión se redujo moderadamente en el primer semestre (1.6 por ciento).

Durante 1999 se ha ido acrecentando el ritmo de formación de capital fijo, estimulado por el gasto de inversión privada, particularmente el efectuado por empresas exportadoras. La aceleración de estas erogaciones ha respondido, entre otros factores, a los siguientes: al aumento sostenido de las ventas de las empresas, en particular las de exportación; a los favorables resultados obtenidos en la rentabilidad de las principales firmas del país; a una mejoría de la confianza y del clima de los negocios; a la continua disminución de los costos unitarios internos de la mano de obra en el sector manufacturero; y a un mayor acceso de las principales empresas del país al crédito del exterior.

## Cuadro 4

## Oferta y Demanda Agregadas

Variaciones porcentuales anuales con respecto al mismo periodo del año anterior

	1996	1997	1998			1999
			I Sem.	II Sem.	Anual	I Sem.
Oferta Agregada	8.1	9.8	9.0	4.8	6.8	4.0
PIB	5.1	6.8	5.9	3.7	4.8	2.5
Importaciones B. y S.	22.9	22.8	21.2	8.4	14.2	8.9
Demanda Agregada	8.1	9.8	9.0	4.8	6.8	4.0
Consumo Total	1.8	5.9	7.0	3.8	5.3	2.0
Privado	2.2	6.4	8.4	4.5	6.4	2.3
Público	-0.7	2.9	-1.8	-0.8	-1.3	-0.3
Inversión Total	16.4	21.0	16.6	5.7	10.7	5.0
Privada	26.7	23.4	22.8	11.4	16.9	6.3
Pública	-14.8	10.2	-24.4	-18.0	-20.4	-9.9
Exportaciones B. y S.	18.2	10.8	13.1	6.6	9.7	11.7

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

En el primer semestre de 1999 la formación de capital registró un incremento anual de 5 por ciento con relación al nivel de igual lapso de 1998. La tasa de crecimiento correspondiente al segundo trimestre fue 5.9 por ciento, en tanto que en el primero el aumento había sido de 3.9 por ciento y de tan sólo 1.6 en el cuarto trimestre del año pasado. La expansión de la inversión privada en el primer semestre fue de 6.3 por ciento. Dentro del gasto de inversión, el renglón de construcción creció en el periodo enero-junio 4.8 por ciento con relación al nivel de los mismos meses del año pasado y el de bienes de capital importados mostró un fuerte dinamismo, al avanzar 11.6 por ciento, mientras que el correspondiente a bienes de capital producidos internamente decreció 2.9 por ciento. La expansión de la inversión a un ritmo superior al del PIB permitió que su participación dentro del mismo, medida a precios corrientes, llegara a 20.9 por ciento en el primer semestre de 1999 (20.5 por ciento en igual lapso de 1998).

Durante el primer trimestre del presente año, el avance del consumo fue moderado, tendencia que se inició desde finales del año pasado, como reflejo de la desaceleración económica y de la incertidumbre que prevaleció entonces. Este escenario propició que las familias efectuaran un ajuste precautorio en sus planes de consumo. Pero el consumo repuntó a partir del segundo trimestre del presente año, al acelerarse el crecimiento económico y en respuesta a una significativa mejoría del empleo y de la masa salarial. Sin embargo, un factor que ha contenido el gasto en consumo en el

presente año ha sido la caída en términos reales registrada por el crédito bancario.

En la primera mitad de 1999 el consumo mostró un crecimiento anual de 2 por ciento, impulsado principalmente por el consumo privado, que aumentó 2.3 por ciento, en tanto que el del sector público disminuyó ligeramente (0.3 por ciento). La expansión del consumo se intensificó en el segundo trimestre, a una tasa de 2.4 por ciento, comparada con la de 1.6 por ciento del primer trimestre. La reactivación de dicho gasto en el segundo trimestre respondió al repunte del consumo privado, cuyo crecimiento anual pasó de 1.8 por ciento en el primer trimestre a 2.8 por ciento en el segundo. En el primer semestre de 1999 la participación del consumo total dentro del PIB fue de 76.8 por ciento.

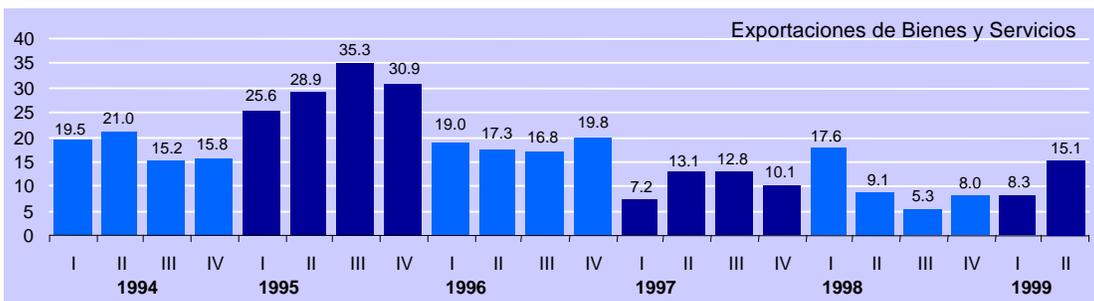
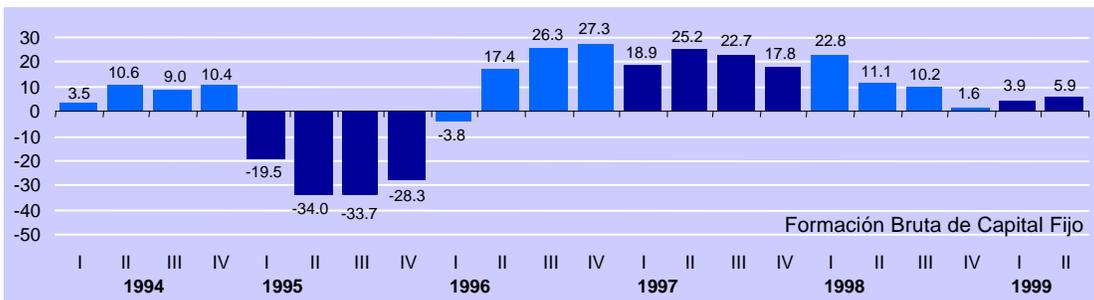
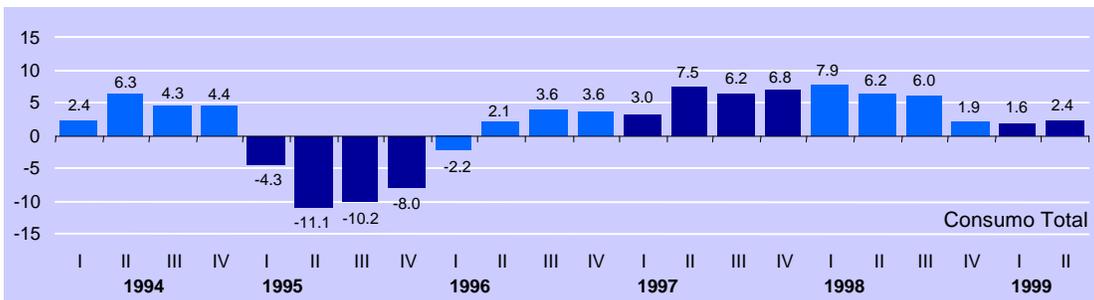
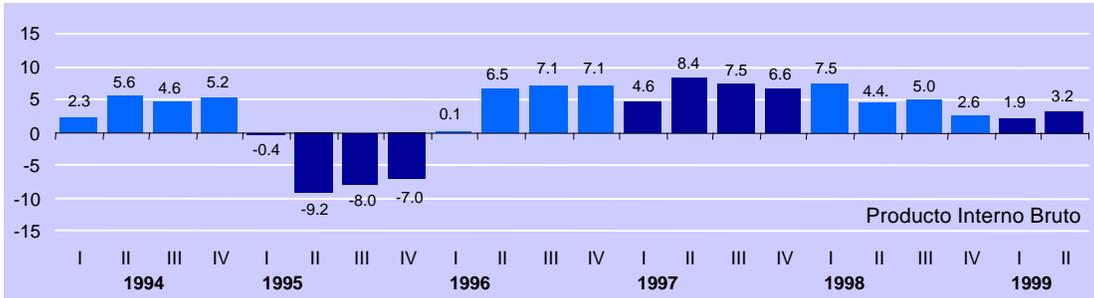
En 1999 el Gobierno Federal ha seguido la política de mantener el monto de su gasto en niveles financiables y de mejorar su eficiencia a través de una asignación y un control más adecuados. Así, en el primer semestre de 1999 el gasto de capital del sector público se redujo en 9.9 por ciento. Con todo, la prudencia fiscal no fue obstáculo para que se pudiesen aplicar recursos cuantiosos al financiamiento de proyectos relevantes para la conservación, expansión y modernización de la infraestructura del país, lo que al mismo tiempo fomentó la creación de empleos.

El componente de la demanda agregada con mayor dinamismo ha sido el de las exportaciones de bienes y servicios. La fortaleza de las exportaciones se explica en lo fundamental por dos factores: i) el cambio estructural que ha tenido lugar en la economía mexicana, principalmente asociado a la apertura externa; y ii) el importante avance que ha registrado la economía de los Estados Unidos. El cambio estructural ha incentivado un intenso proceso de inversión en el sector exportador, lo que ha incrementado la productividad y la competitividad de las empresas manufactureras. Así, durante la primera mitad de 1999 las exportaciones de bienes y servicios crecieron 11.7 por ciento a precios constantes, tasa superior a la obtenida en todo 1998 (9.7 por ciento). El crecimiento de las exportaciones en el segundo trimestre del año (15.1 por ciento) fue superior al del primer trimestre (8.3 por ciento). Las exportaciones de bienes y servicios registraron también aumento al medirlas como proporción del PIB a precios constantes. En el primer semestre de 1999 dicha participación alcanzó 31.2 por ciento (28.6 para el primer semestre de 1998 y 29.2 por ciento en todo 1998).

Gráfica 3

**PIB, Consumo Total, Formación Bruta de Capital y Exportaciones de Bienes y Servicios**

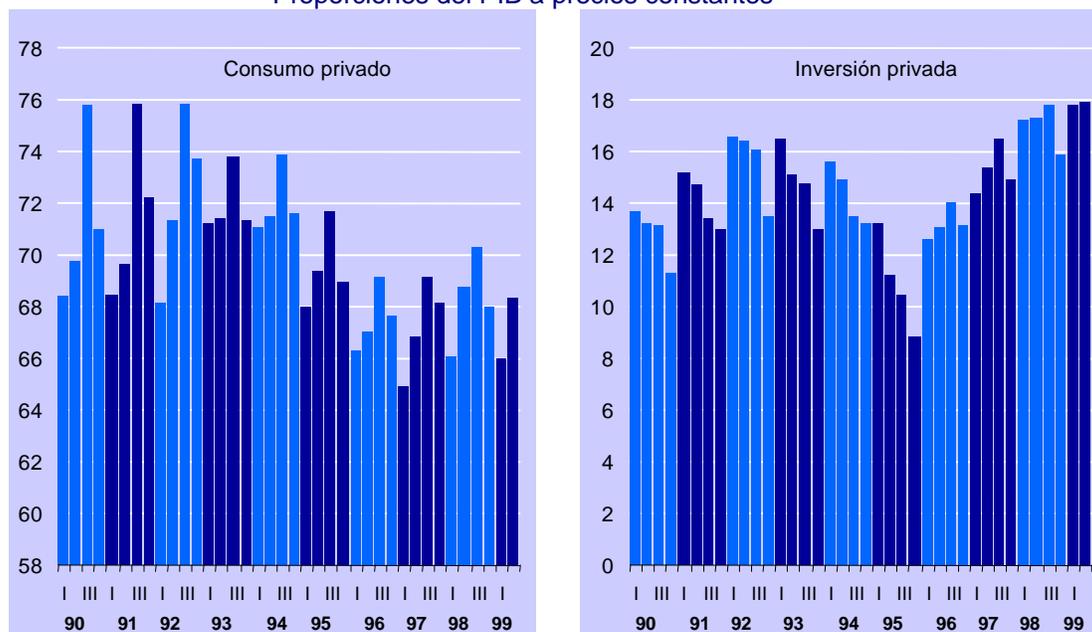
Variaciones porcentuales anuales



Gráfica 4

**Consumo Privado e Inversión Privada**

Proporciones del PIB a precios constantes



Como se señaló anteriormente, la expansión económica del primer semestre del año (2.5 por ciento) provino tanto de una mayor demanda interna como del aumento de las exportaciones de bienes y servicios, pero la primera resultó el principal impulsor del producto (ver Cuadro 5).

Cuadro 5

**Contribución de los Componentes de la Demanda Agregada al Crecimiento Anual del PIB Real**

Variaciones porcentuales anuales

Periodo	Crecimiento del PIB Real (1) = (2) + (3)	Crecimiento Originado en la:	
		Demanda Interna *	Demanda Externa = Exportaciones Netas**
		(2)	(3)
1996	5.1	3.3	1.8
1997	6.8	5.6	1.2
1998	4.8	4.0	0.8
1999 I Sem.	2.5	1.5	1.0

\* Demanda interna neta de importaciones.

\*\* Exportaciones netas de su contenido importado.

La formación bruta de capital fijo, expresada como proporción del PIB a precios corrientes, se elevó a 20.9 por ciento en el primer semestre de 1999. El ahorro interno contribuyó con 18.2

puntos porcentuales del PIB al financiamiento de la formación bruta de capital, mientras que el ahorro externo, medido como el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, lo hizo con 2.7 puntos porcentuales (ver Cuadro 6). Cabe comentar que en la primera mitad de 1999 se incrementó de manera significativa la participación del ahorro interno en el financiamiento de la inversión.

Cuadro 6

### Contribución del Ahorro Interno a la Formación Bruta de Capital

Proporciones del PIB a precios corrientes

Concepto	1994	1995	1996	1997	1998	1998 p	1999 p
					Anual	I Sem.	I Sem.
Formación Bruta de Capital Fijo	19.4	16.2	17.9	19.5	21.3	20.5	20.9
Financiamiento con Ahorro Externo	7.1	0.5	0.7	1.8	3.8	3.0	2.7
Financiamiento con Ahorro Interno	12.3	15.7	17.2	17.7	17.5	17.5	18.2

p Preliminar.

Fuente: La cifra de formación bruta de capital fijo proviene del Sistema de Cuentas Nacionales de México (INEGI). El ahorro del exterior equivale al saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, expresado a precios corrientes.

Cabe aclarar que este cálculo puede ser ligeramente inexacto, dado que una parte del ahorro externo se pudo haber utilizado para financiar alguna acumulación de inventarios.

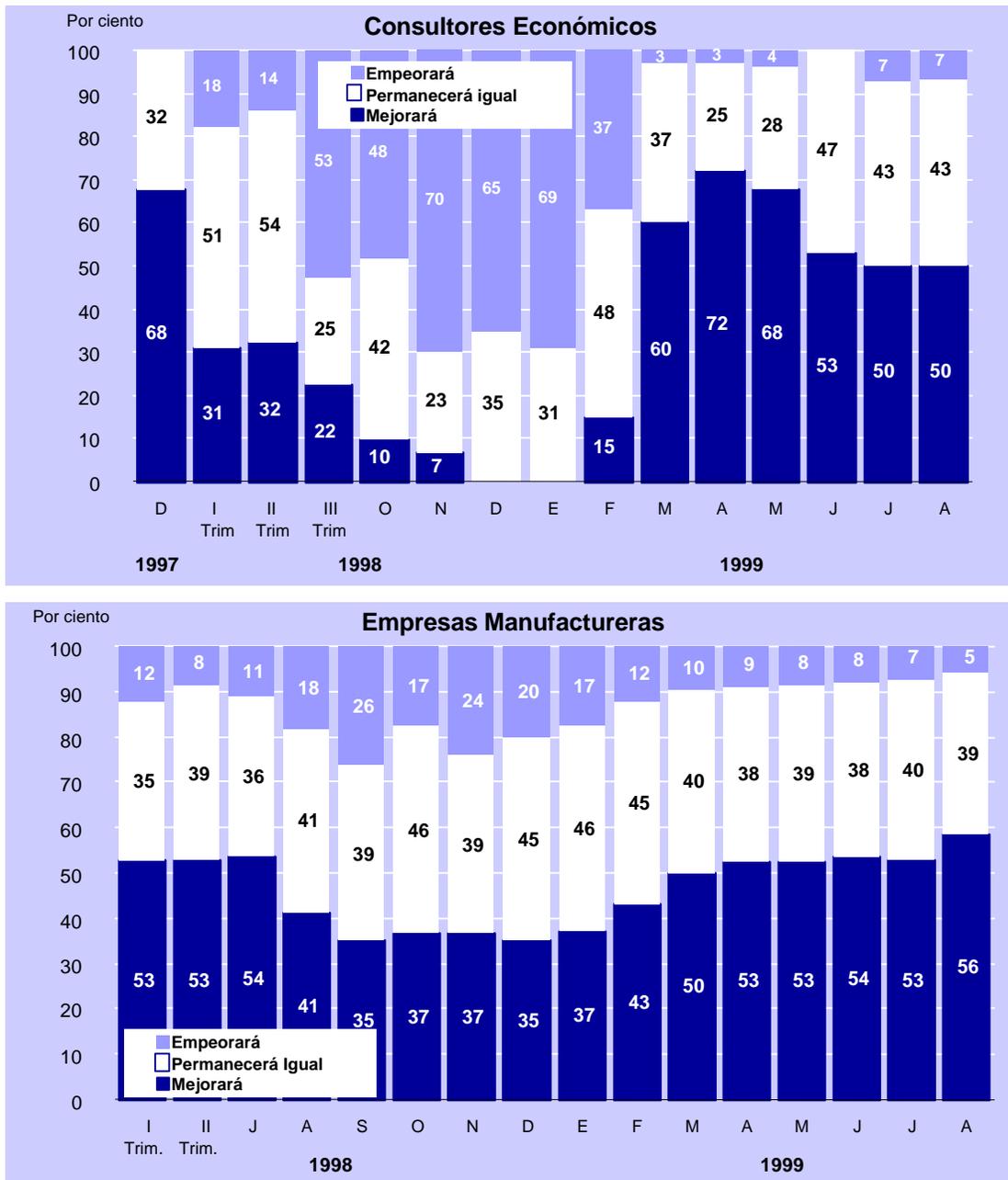
A lo largo de 1999 se ha observado una mejoría marcada de las expectativas económicas, después de que se deterioraron durante el segundo semestre de 1998, particularmente en los últimos meses de ese año, situación que se mantuvo a principios del presente ejercicio. Sin embargo, las perspectivas se empezaron a corregir a finales de febrero del año en curso, lo que se confirmó con la información que mensualmente obtiene el Banco de México directamente de las empresas manufactureras, así como de la mayoría de los consultores económicos.

En la Gráfica 5 puede constatarse que a partir de febrero se ha registrado una mejoría de las expectativas sobre el clima de negocios previsible para los siguientes seis meses. La información disponible más reciente indica que esta tendencia favorable se ha mantenido hasta el mes de agosto. Un resultado interesante es que las expectativas de las empresas tienen mayor estabilidad que las de los consultores económicos. Por su parte, los datos confirman que otros indicadores sobre el nivel de confianza también han mejorado a lo largo de 1999 (ver Gráfica 6). Este resultado es particularmente notorio en los indicadores sobre la situación corriente de la economía, en comparación con la prevaleciente el año anterior, así como respecto de las expectativas de las empresas sobre la evolución esperada en los siguientes seis meses para la economía nacional. Un escenario también favorable se delinea a partir de las expectativas para invertir en la coyuntura actual.

Gráfica 5

Expectativas para el Clima de los Negocios a Prevaler Durante los Sigüientes Seis Meses

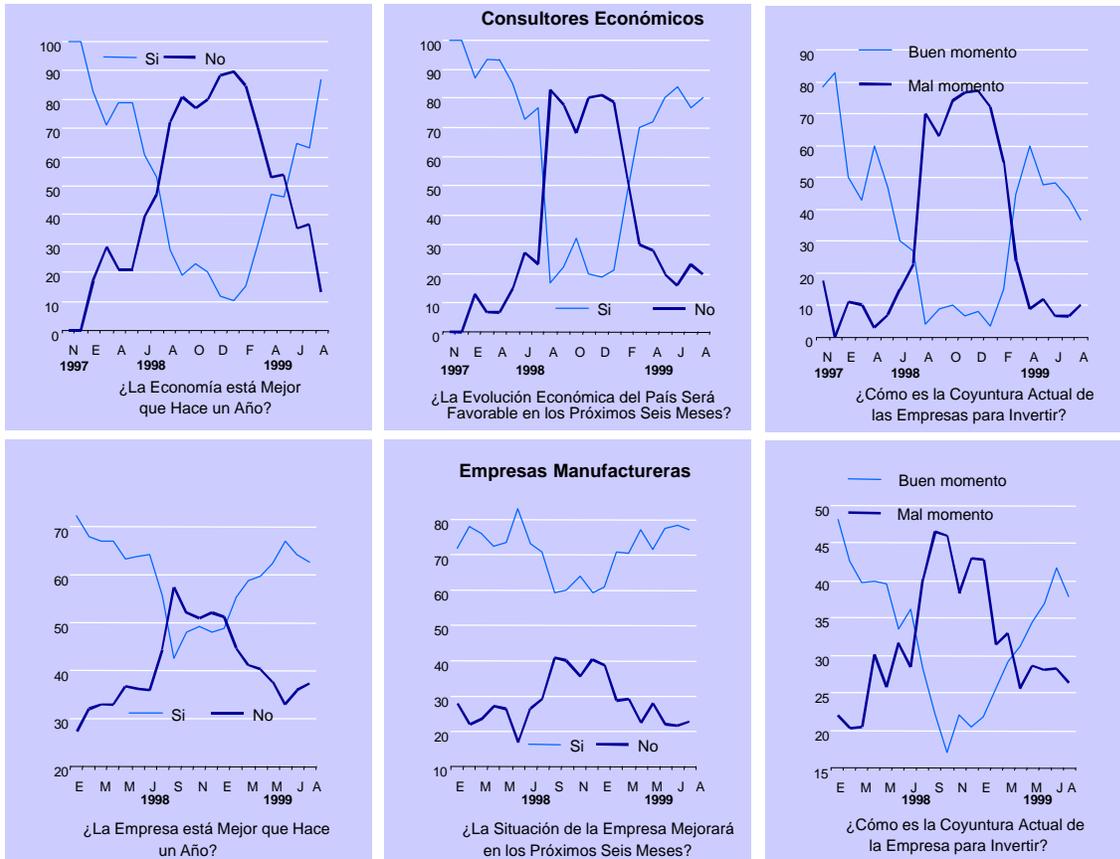
Porcentaje de respuestas



Las proyecciones de inflación para 1999 y el año 2000 han disminuido mes a mes, lo que ha resultado especialmente significativo como indicador de las expectativas de los grupos de análisis económico. En cuanto al crecimiento real para 1999, los consultores han ido revisando al alza sus pronósticos, de manera tal que se han

modificado de 2.4 por ciento en el primer bimestre del año, a 3.1 por ciento a finales de agosto y principios de septiembre. Cabe señalar que el crecimiento real esperado para el año 2000 ha ido variando en concordancia.

**Gráfica 6** **Indicadores de Confianza respecto a la Situación de la Economía y a su Futuro Próximo**  
Porcentajes



La expansión del PIB conseguida en el primer semestre de 1999 se fundamentó en el crecimiento logrado por todas las grandes divisiones de la producción, con excepción de la minería. Así, en dicho periodo el PIB del sector agropecuario, silvícola y pesquero registró una variación anual en términos reales de 3.8 por ciento respecto del mismo lapso del año anterior, mientras que el aumento de los sectores industrial y de servicios ascendió respectivamente a 3.1 y 2.3 por ciento (ver Cuadro 7). Reforzando dicha tendencia, los indicadores disponibles muestran que el escenario continuó mejorando durante el tercer trimestre del presente año.

El crecimiento referido del PIB del sector primario se benefició de un comportamiento positivo de la producción de algunos cultivos, tales como maíz, frijol, cebada, chile verde, café, cártamo y cacao. Este sector también se vio impulsado por los avances de la producción silvícola y de la ganadera, sobresaliendo en esta última actividad la de leche, huevo y carne de ave. Por su parte, la pesca mostró una contracción causada por efectos climatológicos adversos y por la ampliación de los periodos de veda para la captura de algunas especies.

**Cuadro 7**

**Producto Interno Bruto Real**

Variaciones porcentuales con relación al mismo periodo del año anterior

	1996	1997	1998				1999			
	Anual	Anual	I	II	III	IV	Anual	I	II	I Sem.
<b>Total</b>	5.1	6.8	7.5	4.4	5.0	2.6	4.8	1.9	3.2	2.5
Sector agrícola, silvícola y pesca	3.6	0.2	-5.4	-4.2	6.2	5.6	0.5	5.5	2.2	3.8
Sector industrial	10.1	9.3	11.5	5.4	6.4	3.6	6.6	1.8	4.4	3.1
Minería	8.1	4.5	6.7	5.0	2.3	-0.2	3.4	-0.9	-6.4	-3.7
Manufacturas	10.8	10.0	12.7	6.1	7.1	4.2	7.4	1.5	4.9	3.2
Construcción	9.8	9.3	10.2	2.0	4.8	2.1	4.6	3.7	5.7	4.7
Electricidad, gas y agua	4.6	5.2	4.3	5.3	5.7	3.3	4.7	3.9	4.9	4.4
Sector servicios	3.0	6.5	7.1	4.9	4.3	1.9	4.5	1.7	2.9	2.3
Comercio, restaurantes, hoteles	4.8	10.6	10.3	5.3	3.5	-1.3	4.2	-0.2	2.2	1.0
Transportes y comunicaciones	8.0	9.9	11.8	9.9	10.0	9.0	10.1	7.2	8.5	7.9
Servicios financieros y act. inmob.	0.6	3.7	4.5	4.2	3.9	2.5	3.8	2.6	2.8	2.7
Serv. comunales, sociales y pers.	1.0	3.3	4.1	2.7	2.4	1.2	2.6	0.1	0.8	0.5

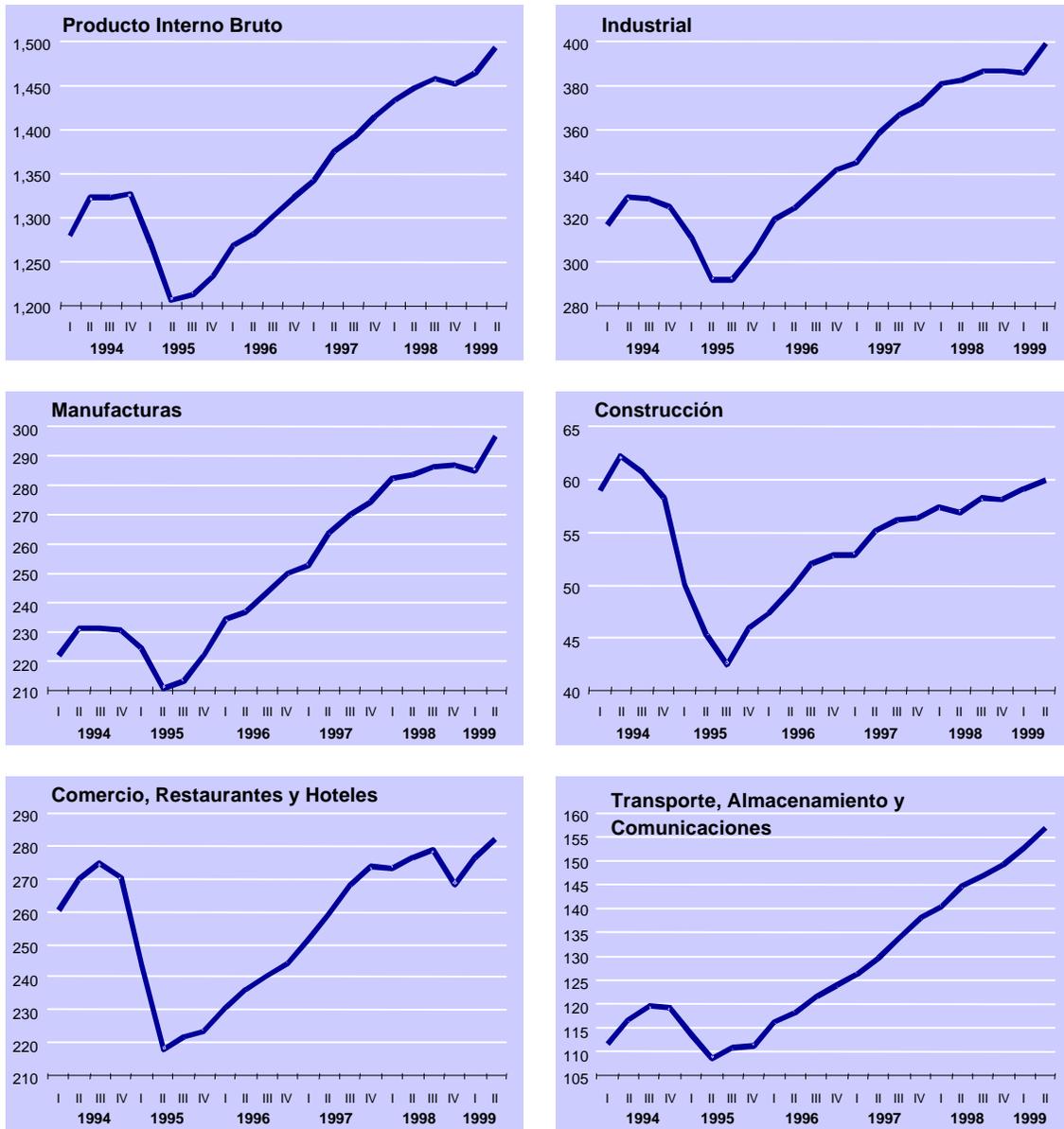
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales (INEGI).

El sector industrial (minería, manufacturas, construcción y electricidad, gas y agua) ha mostrado un ritmo de actividad creciente a lo largo de 1999. El incremento anual del PIB del sector industrial fue en el primer semestre de 3.1 por ciento, originado por tasas anuales respectivas de 1.8 y 4.4 por ciento en el primero y segundo trimestres. Dentro del sector, prácticamente todas las divisiones que lo integran, experimentaron avance. Así, en el primer semestre la industria manufacturera aumentó 3.2 por ciento, la construcción 4.7 por ciento, la generación de electricidad, gas y agua 4.4 por ciento, mientras que la minería decreció 3.7 por ciento. Este último resultado provino de disminuciones tanto de la minería petrolera como de la no petrolera.

Gráfica 7

**Producto Interno Bruto**

Miles de millones de pesos a precios de 1993: Ajustados por estacionalidad



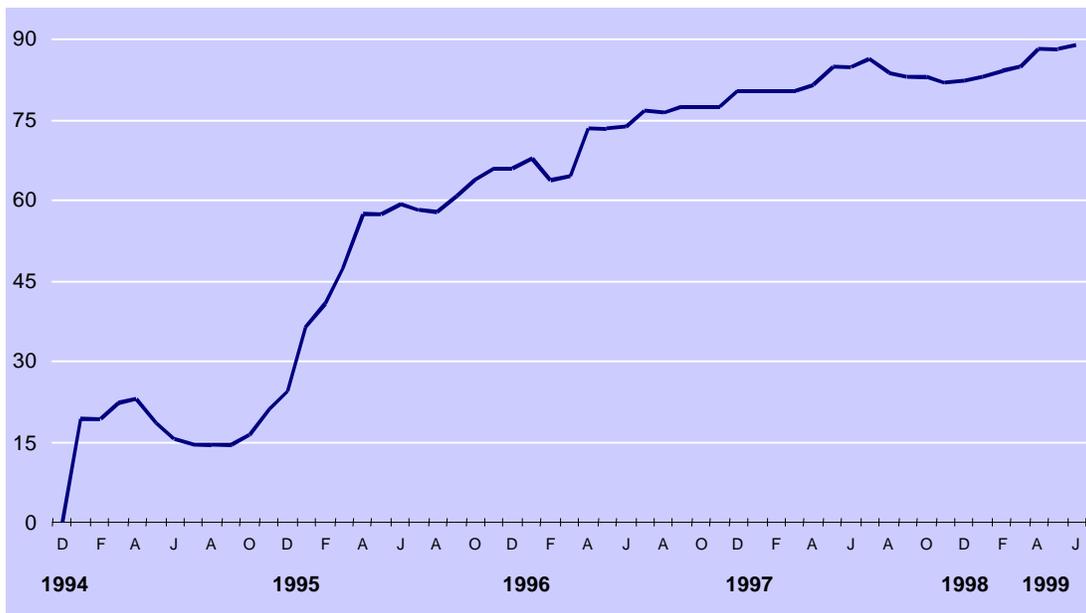
En los primeros seis meses de 1999 el PIB de la industria manufacturera aumentó 3.2 por ciento, con tasas anuales de 1.5 y 4.9 por ciento en el primero y segundo trimestres. La expansión del PIB manufacturero del segundo trimestre se sustentó en variaciones anuales positivas en 34 de las 49 ramas que conforman esta actividad. Este avance fue superior al conseguido en el primer trimestre, periodo en el cual la expansión del producto industrial se

derivó del crecimiento de tan sólo 29 ramas de esa actividad. Durante el periodo enero-julio el incremento anual de la producción de las empresas de transformación fue de 2.6 por ciento y el de las maquiladoras de 10.6 por ciento.

La información sobre la producción manufacturera a nivel de rama indica que al mes de junio de 1999, 40 de las 49 ramas que integran este sector habían superado los niveles de producción más altos del periodo 1993-1994 (ver Gráfica 8). Dichas ramas aportan el 89 por ciento del total de la producción manufacturera. De las nueve ramas restantes, algunas ya habían excedido sus niveles máximos de producción de 1993-94, para luego tener una pérdida de fortaleza; en otras, los precios internacionales de sus productos se han debilitado, impactando su producción; y unas más encaran diversas dificultades estructurales para crecer.

**Gráfica 8**

**Porcentaje de Ramas del Sector Manufacturero que han Superado su Nivel Máximo de Tendencia Registrado en 1993-1994**



La industria automotriz es un sector muy importante de la producción manufacturera en México. Esto se deduce, entre otros factores, del valor de su producción, del empleo que genera y de la contribución que hace a las exportaciones totales. Durante el periodo enero-agosto de 1999, el número de vehículos automotores producidos en el país creció 5.4 por ciento con relación al dato de igual lapso del año pasado. En ese periodo se produjo una caída

anual de las ventas internas de vehículos y un notable incremento de las unidades exportadas, que crecieron 17.9 por ciento y representaron un 73 por ciento de las ventas totales de origen nacional. La disminución anual de las ventas internas fue de 3.9 por ciento, como resultado de tasas negativas en los primeros cuatro meses del año y positivas en los meses de mayo a julio. En agosto la tasa correspondiente fue prácticamente cero.

El PIB de la construcción avanzó 4.7 por ciento en el primer semestre del año, como resultado de aumentos anuales de 3.7 por ciento en el primer trimestre y de 5.7 por ciento en el segundo. La expansión en el ritmo de actividad de la industria de la construcción en el segundo trimestre se originó principalmente del incremento de las obras de edificación en general, así como de aquellas asociadas a la actividad petrolera y petroquímica. Por su parte, en el primer semestre de 1999 el PIB de la generación de electricidad, gas y agua creció a una tasa anual de 4.4 por ciento en respuesta a los incrementos de demanda registrados en sus distintos segmentos de mercado. Las tasas de variación anual fueron respectivamente de 3.9 y 4.9 por ciento en el primero y segundo trimestres.

La información hasta ahora disponible indica que la expansión de la producción industrial ha continuado en los meses recientes. En particular, el crecimiento anual de ese sector en el mes de julio fue de 4.4 por ciento. Los datos desestacionalizados muestran que en ese mes la producción se acrecentó con relación al mes anterior, en respuesta a aumentos en casi todos sus componentes (manufacturas, construcción y minería). La excepción fue la generación de electricidad, la cual se mantuvo sin cambio. Este resultado fue reflejo de menores ventas de electricidad para riego, al presentarse mayores niveles de precipitación pluvial. Cabe señalar que en junio y julio la producción minera en sus datos desestacionalizados presentó una recuperación, respecto del mes previo.

El PIB del sector servicios mostró un crecimiento anual de 2.3 por ciento en el primer semestre de 1999, resultando la tasa anual del segundo trimestre (2.9 por ciento) superior a la del primer trimestre (1.7 por ciento). Al igual que el año pasado, en 1999 los servicios con mayor dinamismo fueron los de la gran división de transporte, almacenaje y comunicaciones, con un ritmo anual en el primer semestre de 7.9 por ciento. La expansión ha sido favorecida

por un mayor tráfico de comunicaciones, tanto de señales telefónicas como vía satélite, y por una mayor carga transportada y almacenada.

Por su parte, el PIB del comercio, restaurantes y hoteles registró un crecimiento anual en el primer semestre de 1 por ciento, resultado de la combinación de una caída anual de 0.2 por ciento en el primer trimestre y un aumento de 2.2 por ciento en el segundo. La reactivación del segundo trimestre tuvo su origen en la recuperación tanto de las ventas internas como de las asociadas al comercio exterior (las importaciones de bienes de consumo final y las exportaciones no petroleras). En relación con la actividad comercial, cabe comentar que en el bimestre julio-agosto las ventas a “tiendas totales” de los socios de la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD) aumentaron 6.1 por ciento anual, dato que se compara favorablemente con las tasas anuales de 5 y 4.5 por ciento en el primero y segundo trimestres del año. La tasa del bimestre julio-agosto se fincó en variaciones anuales de 5.3, 4.4 y 14.6 por ciento de los segmentos de tiendas de autoservicio, departamentales y especializadas, respectivamente.

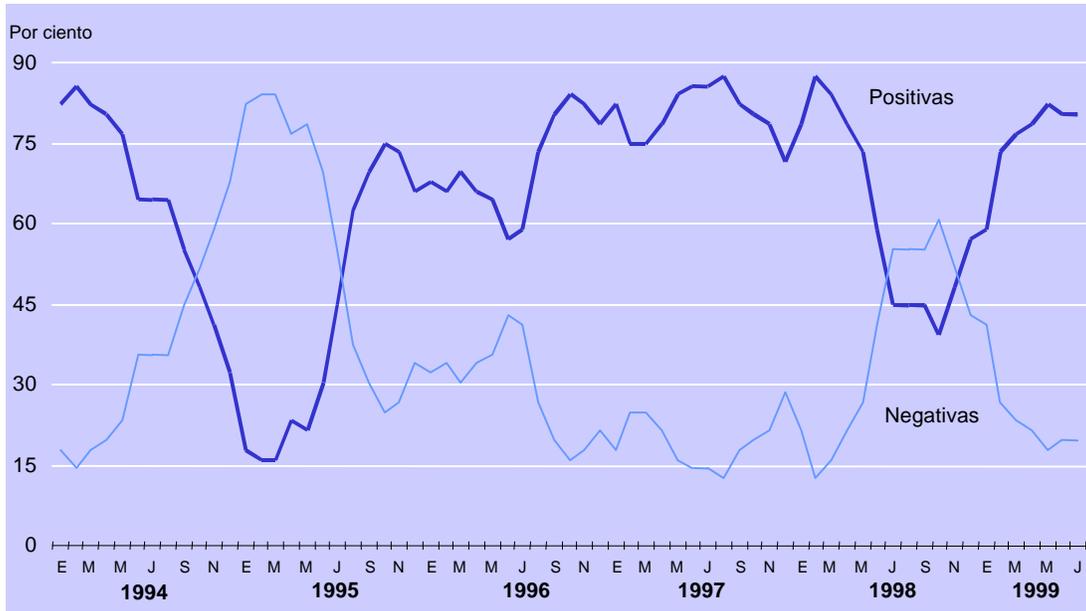
El PIB de los servicios comunales, sociales y personales registró un incremento anual de tan sólo 0.5 por ciento en el primer semestre, determinado por aumentos en los servicios de educación y profesionales, de esparcimiento y otros servicios. En cuanto al PIB de los servicios financieros, seguros, actividades inmobiliarias y de alquiler, de acuerdo con la información del INEGI, éste creció en el primer semestre 2.7 por ciento. Tal incremento fue un reflejo del avance de las actividades inmobiliarias y de alquiler, entre otras.

La información relativa a una diversidad de indicadores oportunos sobre la actividad económica, muestra que ésta ha seguido creciendo en los meses más recientes. De 56 series de producción o ventas internas que el Banco de México considera para un seguimiento oportuno de la actividad económica, el 75 por ciento presentó en junio una variación mensual positiva en su serie de tendencia con relación al nivel del mes anterior (ver Gráfica 9). En julio, el porcentaje correspondiente fue de 70 por ciento. Con esto se llegó a ocho meses consecutivos en que el porcentaje de series con variación positiva superó al de las series con tasas negativas. La información disponible referente a agosto que cubre la mayoría de los indicadores oportunos muestra que en ese mes continuó avanzando la actividad económica.

Gráfica 9

**Porcentaje de Series Oportunas que Registraron Variaciones Mensuales Positivas o Negativas en su Tendencia de Producción o Ventas.**

56 Series Consideradas



Un conjunto de indicadores sobre el gasto en bienes de consumo duradero y no duradero sugiere que en julio dicho concepto experimentó un alza. Así, en el mes crecieron las series de tendencia de las ventas internas de automóviles, estufas, gasolina, perfumes y cosméticos, jabones y detergentes y cerveza. Por su parte, también algunos indicadores ligados a la industria de la construcción presentaron en julio un comportamiento positivo, tales como la producción de cemento premezclado y la producción de tanques y estructuras. Otras actividades que registraron en julio incrementos en sus datos de tendencia (con relación a su nivel del mes previo) fueron las ventas de electricidad en sus principales segmentos de mercado (uso doméstico, empresas pequeñas y grandes), los indicadores de ocupación hotelera, toneladas-kilómetro transportadas por ferrocarril, aforo de vehículos en carreteras de cuota, pasajeros-kilómetro transportados por aerolíneas nacionales, ventas internas de diesel, volumen de servicios de mensajería y asistencia a salas cinematográficas. En resumen, la información disponible indica que la producción de la economía mexicana ha seguido avanzando durante el tercer trimestre del presente año.

### **III.2. Empleo, Remuneraciones y Productividad**

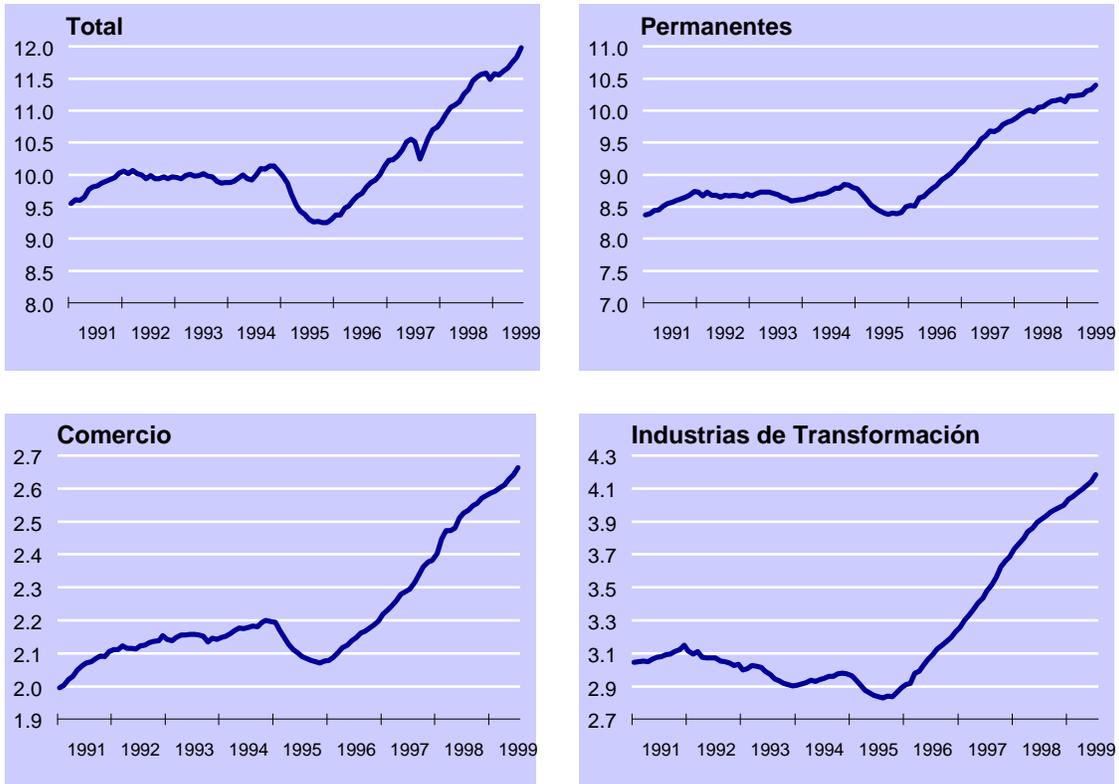
---

En general, la evolución del mercado laboral ha sido positiva en el presente año. Así, la expansión del producto ha favorecido el fortalecimiento de la demanda de trabajo e inducido incrementos de la masa salarial. Los aspectos más destacados del mercado laboral han sido los siguientes:

- (a) el dinamismo de la actividad económica ha propiciado un repunte importante del empleo. El incremento del número de trabajadores asegurados en el IMSS ha sido muy significativo y ha comprendido tanto a trabajadores permanentes como a eventuales;
- (b) el crecimiento de la ocupación se ha extendido a la mayoría de los sectores de la actividad económica. En la industria maquiladora de exportación ha seguido siendo notable la generación de empleos, especialmente en la industria maquiladora no-fronteriza;
- (c) la tasa de desempleo en las áreas urbanas ha continuado en la tendencia a la baja iniciada desde el último cuatrimestre de 1995. En el bimestre julio-agosto de 1999 la tasa de desempleo se ubicó en los niveles más bajos observados desde principios de 1993. Otros indicadores sobre desempleo y subempleo urbano también han mostrado una trayectoria descendente;
- (e) los incrementos salariales nominales en las negociaciones contractuales del primer semestre del año no presentaron un movimiento decreciente. De hecho, en ese periodo el incremento salarial directo al tabulador se mantuvo, prácticamente, en promedio, en la tasa observada en 1998;
- (f) la masa salarial ha crecido en términos reales en varios sectores, lo que ha favorecido la expansión del gasto de consumo en la economía;
- (g) los indicadores sobre remuneraciones reales por trabajador en diversos sectores de actividad se han elevado;
- (h) la productividad media del trabajo en el sector manufacturero aumentó durante los primeros seis meses del año, contribuyendo a reducir los costos unitarios de la mano de obra. No obstante lo anterior, la tasa de variación de la productividad por trabajador en el sector manufacturero, que aporta nueve

décimas del valor de las exportaciones de mercancías de México, se desaceleró en 1998 y en 1999, respecto de su crecimiento de los años precedentes.

**Gráfica 10** **Trabajadores Afiliados al Instituto Mexicano del Seguro Social**  
 Series ajustadas por estacionalidad  
 Millones de asegurados



La evolución de la actividad económica en México durante 1999 ha propiciado el fortalecimiento de la demanda de trabajo. Así, el número total de trabajadores asegurados en el IMSS, medido con datos desestacionalizados, registró al cierre de agosto una variación acumulada de 5.4 por ciento respecto del nivel de diciembre de 1998, lo cual significó en cifras absolutas un aumento de 605,041 trabajadores (4.4 por ciento y 495,600 trabajadores en los datos sin desestacionalizar). El incremento de los trabajadores asegurados ha comprendido tanto a trabajadores permanentes como a eventuales. Con los datos desestacionalizados, el aumento acumulado de los trabajadores permanentes fue de 294 mil respecto del nivel de diciembre pasado y de 311 mil en el caso de los eventuales. Esta última categoría comprende a trabajadores temporales en la

construcción y en las empresas manufactureras, de servicios y del sector comercio.

En 1999 la expansión del empleo se ha dado en la mayoría de los sectores de actividad (ver Gráfica 10). Al mes de julio, el número de trabajadores asegurados en la industria de transformación registró un avance anual de 7 por ciento con relación al nivel del mismo mes del año pasado. Sobresalen, entre otros, los incrementos en las industrias textil y de prendas de vestir (10.3 por ciento), de productos metálicos y maquinaria (8.3 por ciento), otras industrias manufactureras (12.6 por ciento), y alimentos, bebidas y tabaco (4.3 por ciento). También son de destacar los aumentos de los trabajadores asegurados en la industria de la construcción (10.2 por ciento), en los servicios (4.9 por ciento), en el comercio (5.5 por ciento) y en los transportes y comunicaciones (5.6 por ciento).

**Cuadro 8**

**Indicadores de Empleo**

Variación porcentual anual

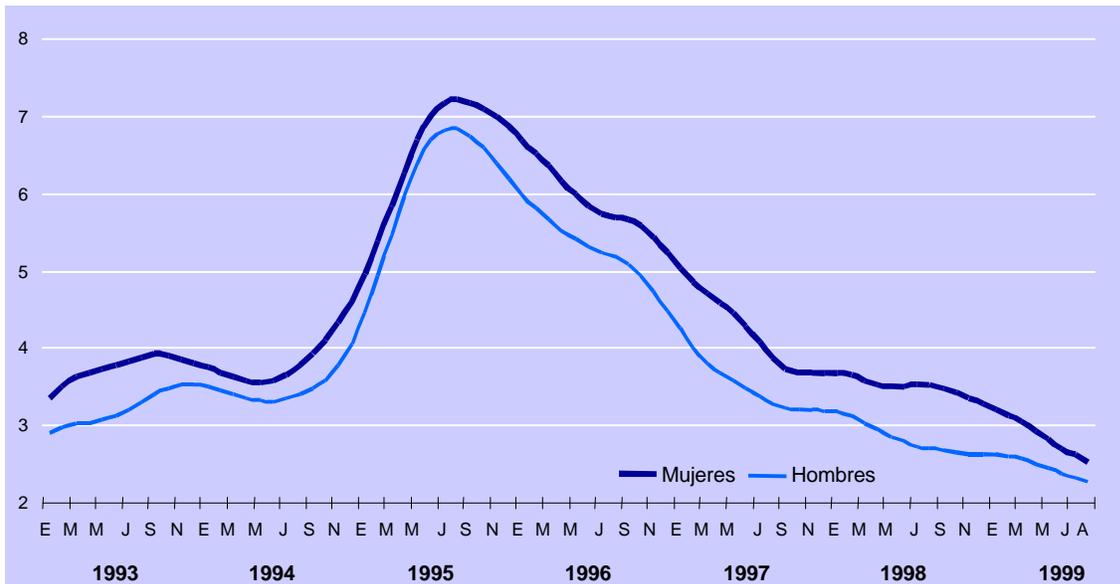
	1996	1997	1998	1999						
	Anual	Anual	Anual	I	II	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Prom.
<b>Asegurados en el IMSS</b>										
Total	2.6	7.7	7.8	6.0	5.4	5.5	5.2	5.6	5.5	5.7
Permanentes	3.7	8.7	4.9	3.0	2.8	3.2	2.9	3.4	3.4	3.0
Eventuales	-7.7	-2.1	40.1	34.3	27.5	25.6	24.8	24.0	24.8	29.0
Manufacturero	7.0	12.9	12.1	7.6	6.6	6.7	6.5	7.0	n.d.	7.1
Agropecuario	1.3	5.0	0.4	8.3	2.9	2.4	-2.1	-2.9	n.d.	4.4
Ind. Extractivas	5.9	4.2	-0.1	-3.5	-1.1	-1.0	0.0	1.2	n.d.	-1.8
Construcción	-9.1	0.3	5.9	13.3	12.0	11.4	11.1	10.2	n.d.	12.3
<b>Personal Ocupado en la Ind. Maquiladora</b>										
Ind. Maquiladora	16.3	19.2	12.2	10.4	13.1	13.3	13.6	n.d.	n.d.	11.8
<b>Tasa de Desempleo</b>										
Abierto Urbano	5.53	3.74	3.16	2.90	2.60	2.44	2.58	2.26	2.49	2.65
Cd. de México	6.85	4.41	4.03	3.70	3.30	2.80	3.70	2.80	3.40	3.40
Guadalajara	4.98	3.27	2.80	2.40	2.40	2.70	1.80	2.00	1.70	2.28
Monterrey	6.02	3.90	3.11	3.00	2.40	2.60	1.60	1.70	1.70	2.45

Fuente: IMSS; Estadísticas de la Industria Maquiladora de Exportación, INEGI; y Encuesta Nacional de Empleo Urbano, INEGI.  
n.d. No disponible

Una industria que en los últimos años se ha mantenido particularmente activa en materia de creación de empleos, es la maquiladora de exportación. En junio de 1999 la ocupación en esta actividad registró un incremento anual de 13.6 por ciento respecto del mismo mes del año anterior y en el primer semestre su variación promedio anual fue de 11.8 por ciento. Durante la primera mitad de 1999 el personal ocupado en la industria maquiladora fronteriza aumentó 8.4 por ciento, mientras que en la zona no fronteriza lo hizo en 25.6 por ciento. Al cierre de junio el número de personas

ocupadas en la industria maquiladora alcanzó 1,136,377 trabajadores, cifra que implicó la creación de 97.6 miles de nuevas plazas de trabajo con relación a los datos de diciembre del año pasado. Cabe comentar que en el periodo de cuatro años y medio comprendido de diciembre de 1994 al cierre de junio de 1999, esta industria generó 536 miles de nuevos empleos.

**Gráfica 11** **Tasa de Desempleo Abierto en Areas Urbanas**  
Porcentajes



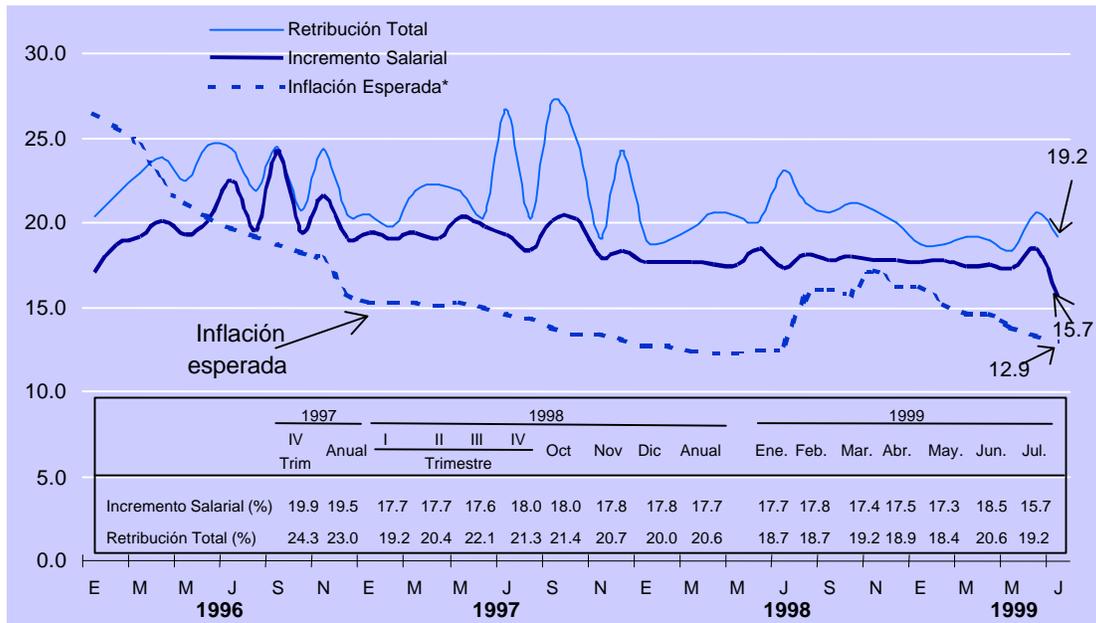
A lo largo de 1999 la tasa de desempleo abierto en las áreas urbanas de nuestro país se ha ido reduciendo, fenómeno que también se detecta en los indicadores complementarios sobre desempleo y subempleo. La información de la Encuesta Nacional de Empleo Urbano que levanta el INEGI en 44 ciudades muestra que en el bimestre julio-agosto la tasa de desempleo promedió 2.38 por ciento de la población económicamente activa,<sup>1</sup> el nivel más bajo observado desde enero de 1993. En sus datos desestacionalizados esta tasa se ubicó en dicho bimestre en 2.34 por ciento, su menor nivel desde septiembre de 1992. El descenso de la tasa de desempleo abierto se ha reflejado en reducciones en las tasas de desempleo de hombres y

<sup>1</sup> La tasa de desempleo abierto se define de conformidad con los criterios de la Organización Internacional del Trabajo (OTI) y considera la proporción de la PEA (Población Económicamente Activa), representada por las personas de 12 años y más, que en el periodo de referencia de la encuesta no trabajaron ni una hora a la semana, a pesar de que realizaron acciones de búsqueda de un empleo asalariado o intentaron ejercer una actividad por su cuenta.

de mujeres (ver Gráfica 11), así como en las tasas correspondientes a las distintas áreas urbanas de nuestro país.

Los aumentos salariales directos al tabulador durante el primer semestre de 1999, promediaron 17.6 por ciento, tasa prácticamente igual que la observada en todo 1998 (17.7 por ciento) y por encima de la inflación esperada por los analistas económicos del sector privado durante la vigencia de los respectivos contratos (ver Gráfica 12). En julio, los incrementos salariales contractuales presentaron una tasa de 15.7 por ciento, menor que la del primer semestre pero superior a la inflación esperada para el lapso julio de 1999 a julio del año 2000. La tasa de julio se vio muy influida por la negociación salarial de los trabajadores de Pemex. Los incrementos salariales contractuales durante ese mes, excluyendo a la negociación de Pemex, fueron de 17.7 por ciento, prácticamente la misma tasa que se registró en promedio en el primer semestre del presente año.

**Gráfica 12**                      **Retribución Total, Incremento Salarial Contractual e Inflación**  
Variación porcentual anual



\* Para el periodo enero de 1996 a abril de 1997 el indicador de inflación esperada es la variación porcentual anual del INPC para los doce meses posteriores al mes de referencia. Para los meses de mayo de 1997 a julio de 1999 se usó la inflación esperada para los doce meses siguientes que proviene de la encuesta mensual que recoge Banco de México de los grupos de análisis económico del sector privado.

La masa salarial real (suma de sueldos, salarios y prestaciones descontando el efecto de la inflación) ha registrado aumentos en diversos sectores de la economía. En la industria maquiladora de exportación este concepto se incrementó en 16.7 por ciento a junio del presente año con relación al del mismo mes de

1998. Esto se explica tanto por las variaciones positivas en la ocupación como por los avances de las remuneraciones medias reales (ver Cuadro 9). Por su parte, en el sector manufacturero la expansión a junio de la masa salarial real fue de 2 por ciento. La información disponible sobre remuneraciones reales por trabajador muestra que en ese mismo sector subieron en junio 2 por ciento respecto del mismo mes del año previo. En la industria maquiladora de exportación el aumento real correspondiente fue de 2.7 por ciento y en el sector de comercio al menudeo de 2.8 por ciento en el mes de julio.

Cuadro 9

### Indicadores de Masa Salarial y de Remuneraciones Reales por Trabajador

#### Variaciones porcentuales anuales

	1999							
	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ene-Jun
<b>Masa Salarial Real</b>								
Industria Manufacturera	0.2	0.4	2.4	0.7	1.7	2.0	n.d.	1.2
Industria Maquiladora	15.9	14.6	18.0	15.0	14.0	16.7	n.d.	15.7
Industria de la Construcción	-4.7	4.7	1.5	-2.5	-5.3	n.d.	n.d.	-1.4
Sector Comercio al Mayoreo	-1.7	-1.4	0.0	-1.1	-0.2	2.8	0.1	-0.2*
Sector Comercio al Menudeo	3.0	3.5	5.9	4.5	3.6	6.5	7.4	4.9*
<b>Remuneración Real por Trabajador</b>								
Industria Manufacturera	-1.4	-1.0	1.3	0.0	1.0	2.0	n.d.	0.3
Industria Maquiladora	4.7	4.6	6.3	2.3	0.6	2.7	n.d.	3.5
Industria de la Construcción	-1.7	3.7	0.4	-1.6	-1.1	n.d.	n.d.	-0.1
Sector Comercio al Mayoreo	-4.6	-1.0	1.1	-3.4	1.9	-0.7	-1.3	-1.1*
Sector Comercio al Menudeo	-1.0	-0.4	2.9	0.9	0.8	0.9	2.8	1.0*

Fuente: Elaborado a partir de información del INEGI.

n.d. No disponible.

\* Se refiere al periodo enero-julio.

Durante el primer semestre del año, el aumento de la productividad por trabajador en el sector manufacturero fue de 1.7 por ciento, tasa inferior a la observada en todo 1998, que cerró en 4 por ciento, y la que, a su vez, había sido menor que la registrada en los años previos. Cabe recordar que durante la mayor parte de la década de los noventa el incremento de la productividad media laboral en el sector manufacturero fue muy significativo. La desaceleración de la productividad por trabajador en el sector manufacturero refleja tanto una tendencia de los últimos años como un componente cíclico, que se originó por la desaceleración de la producción registrada en la segunda mitad del año pasado y que no fue aparejada de ajustes en el empleo de la misma magnitud relativa. Este componente cíclico deberá revertirse en el corto plazo al acrecentarse el ritmo de producción del sector. La mencionada pérdida de fortaleza de la tendencia de la productividad laboral pone de manifiesto la necesidad de continuar profundizando las medidas de cambio estructural, así como de perseverar en el esfuerzo de

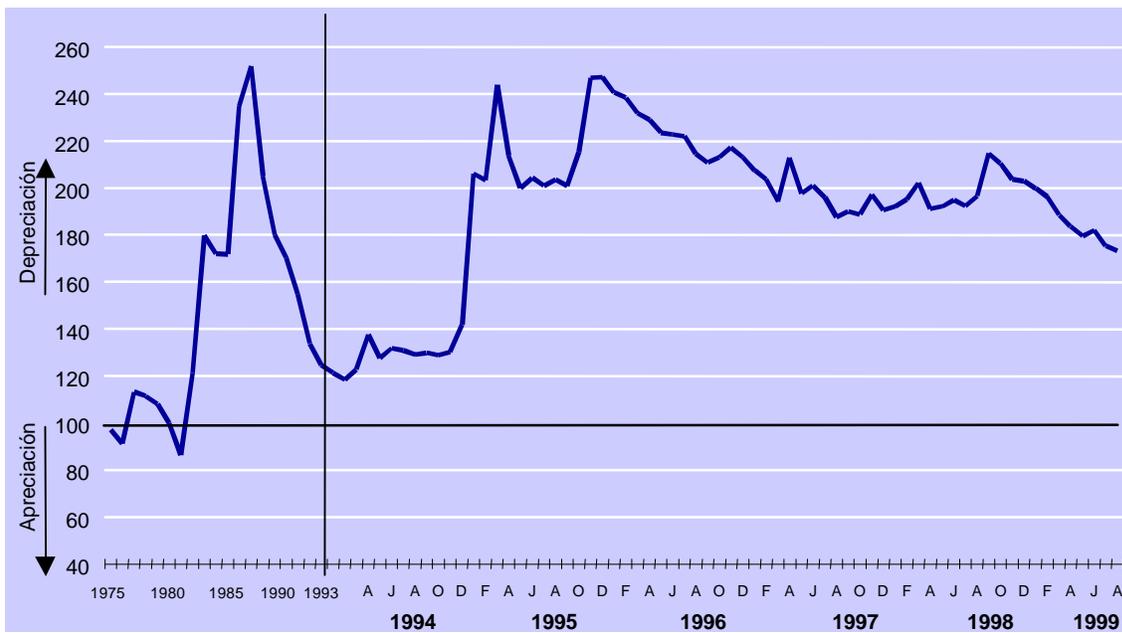
reducción de la inflación. La razón es muy clara y de gran peso: se crean las condiciones propicias para la inversión en capital físico y humano, lo que a su vez eleva la productividad laboral y conduce de manera sustentable a mayores salarios reales.

Un indicador muy útil para el seguimiento de la competitividad del sector manufacturero de la economía es el índice de tipo de cambio real basado en el costo unitario de la mano de obra. Durante 1999 dicho índice muestra una apreciación, la cual tuvo lugar no obstante el aumento que registró la productividad laboral y fue resultado de la revaluación que registró el tipo de cambio nominal de la moneda nacional. Ahora bien, como puede verse en la Gráfica 13, dicho tipo de cambio real se ha mantenido a lo largo de 1999 todavía muy depreciado con relación a los niveles que mostró durante la mayor parte de los últimos cinco lustros.

**Gráfica 13**

**México: Índice de Tipo de Cambio Real Basado en Costos Unitarios de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero\***

Índice 1980=100 y promedios del periodo

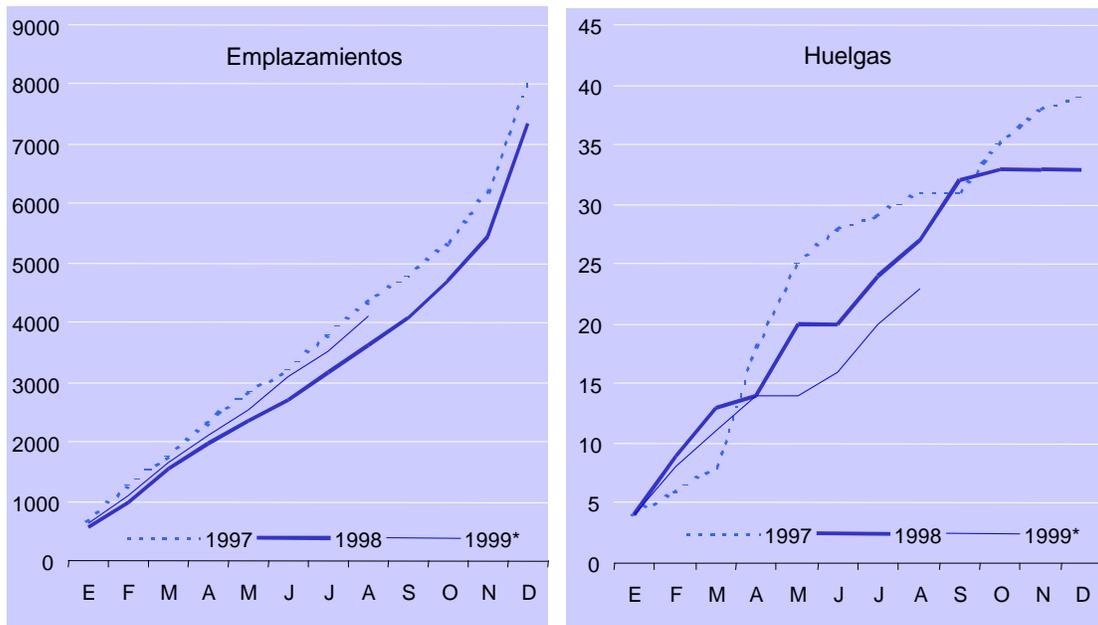


\* Calculado respecto de los ocho principales socios de México en el comercio de manufacturas (Estados Unidos, Reino Unido, Francia, Italia, España, Alemania, Japón y Canadá).

Para la evaluación del comportamiento del mercado laboral también es útil considerar el número de emplazamientos a huelga, así como el de huelgas consumadas. Durante el periodo enero-agosto de 1999 se registraron en las negociaciones de jurisdicción federal 4,104 emplazamientos a huelga, habiendo estallado sólo 23 de dichos

movimientos. Aunque el número de emplazamientos superó a los observados en los últimos años, el de huelgas es el más bajo registrado en los últimos seis años (ver Gráfica 14).

**Gráfica 14** **Número de Emplazamientos y Huelgas**  
Cifras acumuladas



Fuente: Secretaría del Trabajo y Previsión Social.  
\* enero-agosto

### III.3. Sector Externo

Durante 1999 la evolución del sector externo de la economía mexicana se ha caracterizado por los siguientes aspectos:

- (a) comportamiento favorable de las exportaciones de mercancías, dado que su crecimiento anual en los primeros ocho meses del año superó al observado en 1998. La tendencia se ha visto apoyada por el dinamismo de las exportaciones de productos no petroleros, las que se han beneficiado a su vez de una expansión persistente de la economía de los Estados Unidos;
- (b) recuperación a partir de marzo del valor de las exportaciones petroleras, como resultado del repunte del precio internacional del crudo. El aumento de dicho precio ha obedecido en parte al acuerdo de varios países productores, México entre ellos, para controlar la oferta mundial del energético. En los meses

recientes la elevación del precio del crudo también ha respondido a disminuciones en los inventarios del energético, así como a una recuperación de su demanda por parte de los países consumidores de Asia y de algunas economías industriales;

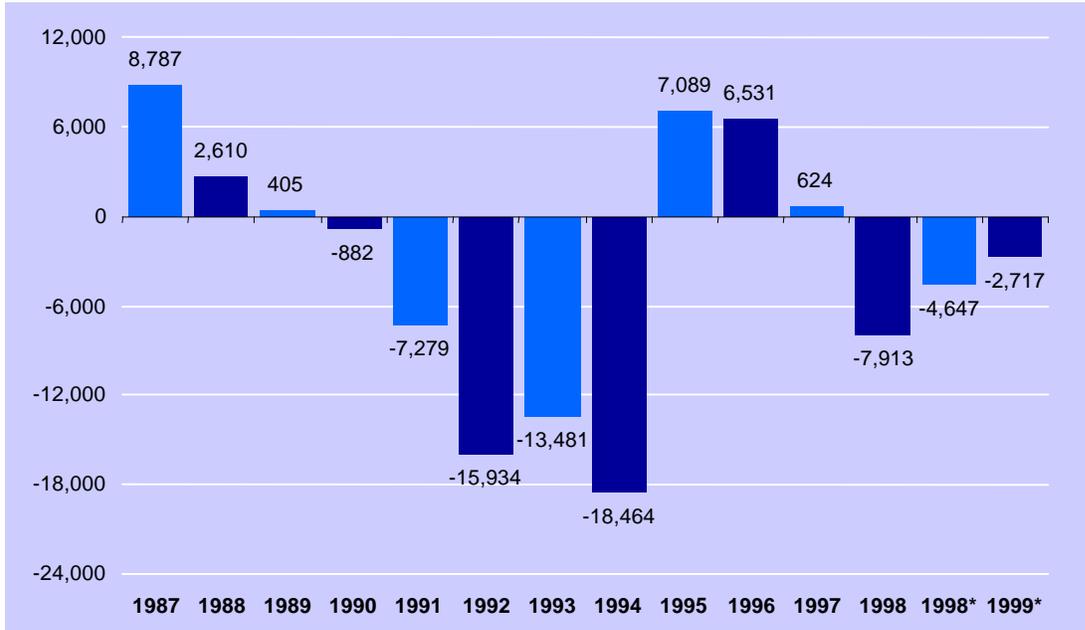
- (c) fortalecimiento a partir del segundo trimestre del año de la demanda de importaciones de mercancías. Ello, como reflejo del fortalecimiento de la actividad productiva, de la reactivación de la demanda interna y de la expansión de las exportaciones manufactureras que requieren insumos importados. Cabe recordar que en la segunda mitad del año pasado las compras al exterior se habían desacelerado, fenómeno que persistió en el primer trimestre del presente año;
- (d) la reactivación de las importaciones ha abarcado todo tipo de bienes (de consumo, intermedios y de capital), pero ha sido más intensa en cuanto a las importaciones de bienes de capital. Destaca que las empresas exportadoras han incrementado sus importaciones de bienes de capital de manera más significativa que las empresas no exportadoras;
- (e) notable contracción del déficit comercial;
- (f) un déficit más moderado de la cuenta corriente de la balanza de pagos, medido tanto en relación al PIB como en dólares corrientes;
- (g) un superávit de la cuenta de capital de la balanza de pagos, resultado principalmente de entradas de recursos del exterior de largo plazo. Dicho superávit se ha originado en la regularidad de los flujos de la inversión extranjera directa (IED), en un aumento del endeudamiento externo neto del sector privado no bancario y en un monto moderado de inversión de cartera;
- (h) mejoría del acceso a los mercados financieros del exterior por parte del sector privado mexicano, en relación al segundo semestre de 1998;
- (i) un flujo considerable de inversión extranjera directa. Así, durante el primer semestre la IED financió más de nueve décimas del déficit de la cuenta corriente. Esto refleja la favorable opinión que se tiene en el exterior sobre las

perspectivas de mediano y largo plazo de la economía mexicana y sobre las oportunidades de inversión que existen en México;

- (j) exitosa negociación del refinanciamiento de la deuda pública externa para lo que resta de la presente Administración. A mediados de junio las autoridades hacendarias anunciaron la formalización del Programa de Fortalecimiento Financiero 1999-2000;
- (k) modesta entrada neta de recursos externos por concepto de inversión de cartera, a partir de febrero. Dicho rubro de la cuenta de capital registró salidas de fondos durante 1998 y en enero de 1999, como consecuencia de la volatilidad financiera internacional;
- (l) acumulación de reservas internacionales y de activos internacionales netos, lo que ha permitido que el saldo de las reservas internacionales netas se ubique actualmente en sus niveles históricos más elevados.

De acuerdo con la información oportuna de comercio exterior de agosto, durante el periodo enero-agosto de 1999 la balanza comercial registró un déficit de 2,717 millones de dólares, lo que implicó un descenso de 41.5 por ciento al ser comparado con el déficit de 4,647 millones reportado en igual periodo de 1998. En los primeros ocho meses del presente año el valor de las exportaciones de mercancías ascendió a 86,299 millones de dólares, lo que representó un crecimiento anual de 13 por ciento. Por su parte, el valor total de las importaciones fue de 89,016 millones de dólares, monto superior en 9.9 por ciento al del lapso comparable del año pasado (ver Gráfica 15 y Cuadro 10).

**Gráfica 15** **Saldo de la Balanza Comercial**  
Millones de dólares



\* Enero-agosto, con cifras oportunas de agosto de 1999.

**Cuadro 10** **Balanza Comercial**  
Millones de dólares

Concepto	1998	Enero – Agosto*		Variación Absoluta (2) - (1)	Variación Porcentual	
		1998 (1)	1999 (2)		1998	Ene – Ago (2)/(1)
<b>Exportaciones</b>	117,460	76,341	86,299	9,958	6.4	13.0
Petroleras	7,134	4,991	5,530	539	-37.0	10.8
No Petroleras	110,325	71,350	80,769	9,419	11.3	13.2
Agropecuarias	3,797	2,894	3,159	266	-0.8	9.2
Extractivas	466	301	294	-7	-2.4	-2.2
Manufactureras	106,062	68,156	77,316	9,160	11.9	13.4
Maquiladoras	53,083	33,536	39,769	6,232	17.5	18.6
Resto	52,979	34,619	37,547	2,928	6.7	8.5
<b>Importaciones</b>	125,373	80,988	89,016	8,027	14.2	9.9
Bienes de Consumo	11,109	7,033	7,012	-21	19.1	-0.3
Bienes Intermedios	96,935	62,572	69,165	6,593	13.6	10.5
Maquiladoras	42,557	26,740	31,451	4,711	17.1	17.6
Resto	54,379	35,832	37,715	1,883	10.9	5.3
Asociados a exportación	67,953	43,426	50,089	6,663	14.4	15.3
No asociados a exportación	28,982	19,146	19,076	-70	11.6	-0.4
Bienes de Capital	17,329	11,383	12,838	1,455	14.6	12.8
Empresas exportadoras	5,482	3,581	4,539	957	10.6	26.7
Empresas no exportadoras	11,847	7,801	8,300	498	16.6	6.4
<b>Balanza Comercial</b>	-7,913	-4,647	-2,717	1,931	s/s	-41.5

\*Con cifras oportunas de Agosto de 1999.

La evolución de las exportaciones de mercancías ha sido favorable en 1999, considerando que su variación anual de 13 por ciento durante los primeros ocho meses, supera a la observada en todo 1998 (de 6.4 por ciento). Al igual que el año pasado, el crecimiento de las exportaciones mexicanas en 1999 ha sido de los

más altos en la economía mundial. A manera de corroboración, si se considera una muestra de 25 países destacados en el comercio internacional, que aportan cuatro quintas partes de las exportaciones mundiales, sólo las exportaciones de uno de ellos (Filipinas) han registrado en 1999 un avance superior al de las ventas externas mexicanas (ver Cuadro 11).

Cuadro 11

### Crecimiento\* del Valor de las Exportaciones de 25 Economías Seleccionadas

Medido en dólares corrientes

Países	Tasa de Crecimiento	Países	Tasa de Crecimiento
<b>Economías Industriales</b>		<b>Economías en Desarrollo</b>	
Estados Unidos 2/	-0.9	Corea 3/	3.0
Canadá 2/	7.7	Hong Kong 2/	-14.3
Japón 3/	5.0	Taiwan 3/	7.1
Alemania 2/	-0.6	Singapur 3/	-2.0
Francia 2/	-1.0	China 1/	-3.8
Reino Unido 1/	-7.8	Filipinas 2/	13.7
España 1/	0.2	Indonesia 2/	-12.0
Italia 1/	-6.7	Tailandia 2/	1.5
Países Bajos 1/	1.9	Malasia 2/	12.4
Nueva Zelandia 2/	-0.3	Israel 2/	0.8
Suiza 3/	0.8	Argentina 2/	-15.6
<b>México**</b>		Brasil 3/	-11.7
Exportaciones Totales 3/	13.0	Chile 2/	-2.3
Exportaciones Manufactureras 3/	13.4		
Exportaciones No petroleras 3/	13.2		

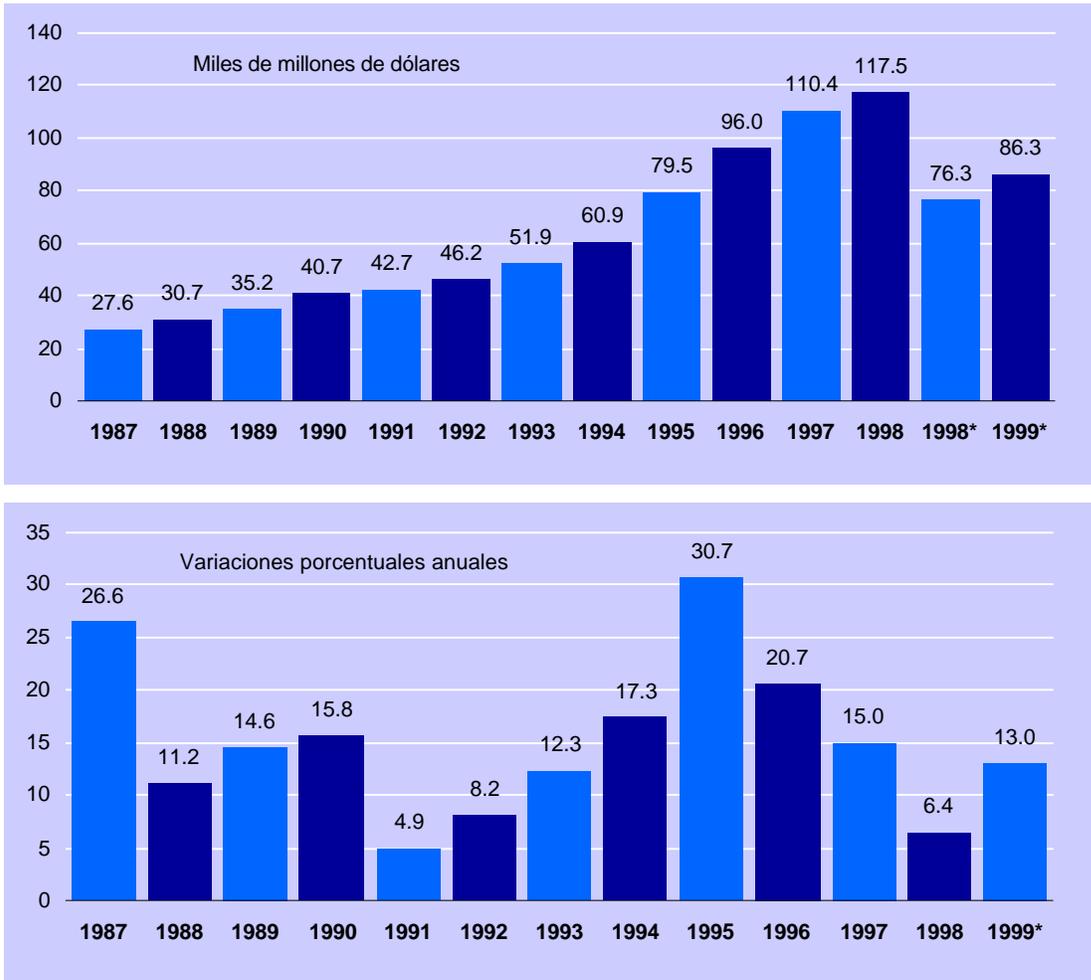
\* Tasas de crecimiento respecto del mismo periodo del año anterior.

\*\* Información oportuna al mes de agosto.

1 Enero-junio; 2 Enero-julio; 3 Enero-agosto.

El crecimiento en 1999 de las exportaciones de mercancías es resultado, en lo fundamental, del dinamismo de las ventas externas de productos no petroleros. En el periodo enero-agosto las exportaciones no petroleras aumentaron 13.2 por ciento con relación al nivel de los mismos meses del año pasado, en tanto que las petroleras lo hicieron en 10.8 por ciento. Como se comenta más adelante, las exportaciones petroleras han mostrado una recuperación en los meses recientes.

**Gráfica 16 Exportaciones Totales**

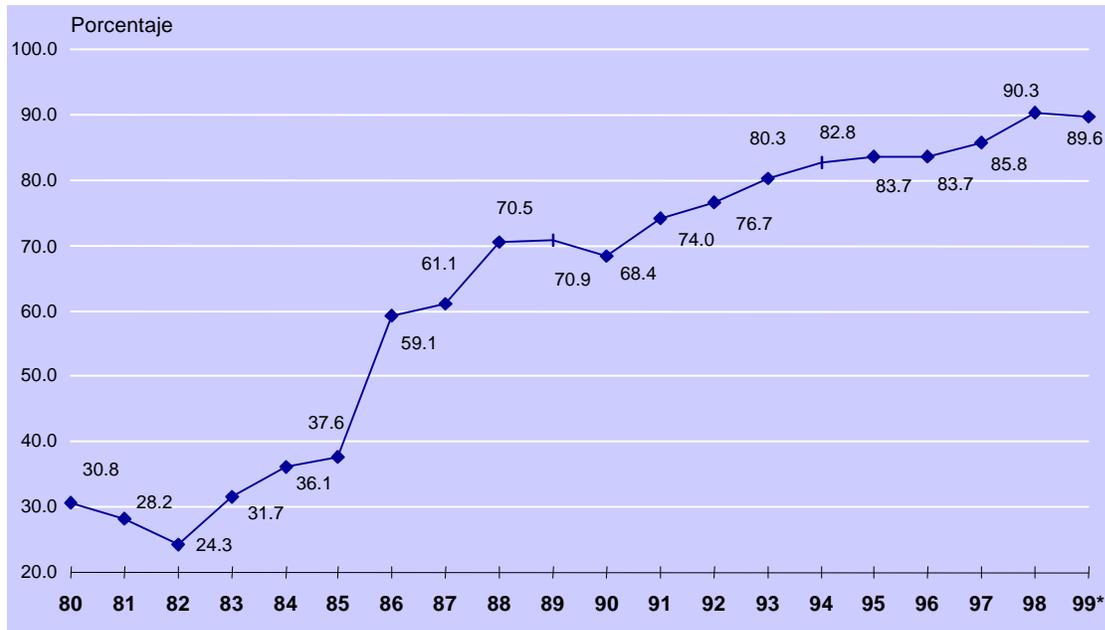


\*Enero-agosto, con cifras oportunas de agosto de 1999.

Durante 1999 el renglón de exportaciones más dinámico ha sido el de los bienes manufactureros. En los primeros ocho meses del año el valor de las exportaciones manufactureras ascendió a 77,316 millones de dólares, con una variación anual de 13.4 por ciento. Dicho crecimiento se ha beneficiado tanto de la expansión sostenida de la economía de los Estados Unidos, país que es el principal socio comercial de México, como del intenso proceso de inversión que ha efectuado en los últimos años el sector manufacturero exportador. En el periodo de referencia, las exportaciones del sector maquilador se incrementaron 18.6 por ciento, en tanto que las de las empresas manufactureras no maquiladoras lo hicieron en 8.5 por ciento. Las ramas manufactureras cuyas exportaciones registraron las mayores tasas de aumento en el periodo de referencia son las siguientes: maquinaria para industrias diversas (22.4 por ciento); equipo profesional y

científico (20 por ciento); productos minerales no metálicos (14.1 por ciento); aparatos eléctricos y electrónicos (16.2 por ciento); productos plásticos (14.3 por ciento); papel e imprenta (15.2 por ciento); e industria automotriz (18.1 por ciento).

**Gráfica 17 Participación de las Exportaciones Manufactureras en la Exportación Total de México**



\* Enero-agosto, con cifras oportunas de agosto de 1999.

A lo largo de 1998 la situación del mercado petrolero internacional se caracterizó por una sobreoferta de crudo, que deprimió su precio internacional. Dicha sobreoferta tuvo su origen tanto en una elevada producción mundial como en una significativa contracción de la demanda. A su vez, esto último fue un reflejo de la debilidad de la actividad económica que experimentaron algunos países consumidores, principalmente de Asia. Ante tal situación, en 1998 varios países productores, entre ellos México, adoptaron medidas para reducir el abasto mundial de petróleo. Sin embargo, esto fue insuficiente para revertir la tendencia descendente de los precios, que continuó hasta principios de 1999. A la luz de lo anterior, algunos de los principales países productores de crudo acordaron llevar a cabo otro ajuste a partir de abril. México convino en efectuar un recorte adicional de 125 mil barriles diarios en su plataforma de exportación.

Cuadro 12

**Crecimiento de las Exportaciones Manufactureras**  
Variaciones porcentuales anuales

Concepto	1998		Ene.-Ago* 1999	
	Total	Sin maquila	Total	Sin maquila
<b>Exportación Manufacturera</b>	11.9	6.7	13.4	8.5
A. Alimentos, Bebidas y Tabaco	5.5	3.3	5.3	0.3
B. Text. Artículos de Vestir e Ind. del Cuero	11.7	7.5	12.3	4.3
C. Industria de la Madera y sus Productos	0.9	-10.7	3.5	-0.8
D. Papel, Imprenta e Industria Editorial	9.5	14.4	15.2	1.0
E. Química	4.7	1.8	2.9	0.3
F. Productos de Plástico y de Caucho	5.5	1.5	14.3	20.9
G. Fab. Otros Prods. Miner. No Metálicos	13.0	3.7	14.1	5.7
H. Industrias Básicas, Hierro y Acero	-10.2	-13.3	-24.1	-30.8
I. Minerometalúrgia <sup>1/</sup>	-2.7	-3.3	-10.4	-15.0
J. Productos Metálicos, Maq. y Equipo	14.8	10.3	18.1	16.2
1. Para la Agricultura	7.2	-11.4	-13.0	-28.3
2. Para los Ferrocarriles	314.2	202.8	260.8	46.0
3. Para otros Transportes y Comunicaciones	13.7	10.2	17.7	23.5
Industria Automotriz	8.0	8.2	18.1	16.8
4. Maq. y Equipo Esp. p/Inds. Diversas	15.8	7.1	22.4	7.2
5. Equipo Profesional y Científico	20.0	16.5	20.0	33.9
6. Equipo y Aparatos Eléc. y Electrónicos	14.0	11.4	16.2	6.0
7. Aparatos de Fotografía, Óptica y Relojería	26.8	34.5	-12.7	-15.6
K. Otras Industrias Manufactureras	9.2	22.3	-15.5	-18.1
Exp. Manufactureras sin Automotriz	12.9	5.9	12.3	4.0
Exp. Manufacturera sin Minerometalúrgia	12.1	7.1	13.8	9.2
Exp. Manuf. sin Automotriz y sin Minerometalúrgia	13.3	6.4	12.8	5.0

1/ Comprende a las exportaciones de las industrias básicas de metales no ferrosos.  
\* Con cifras oportunas de agosto.

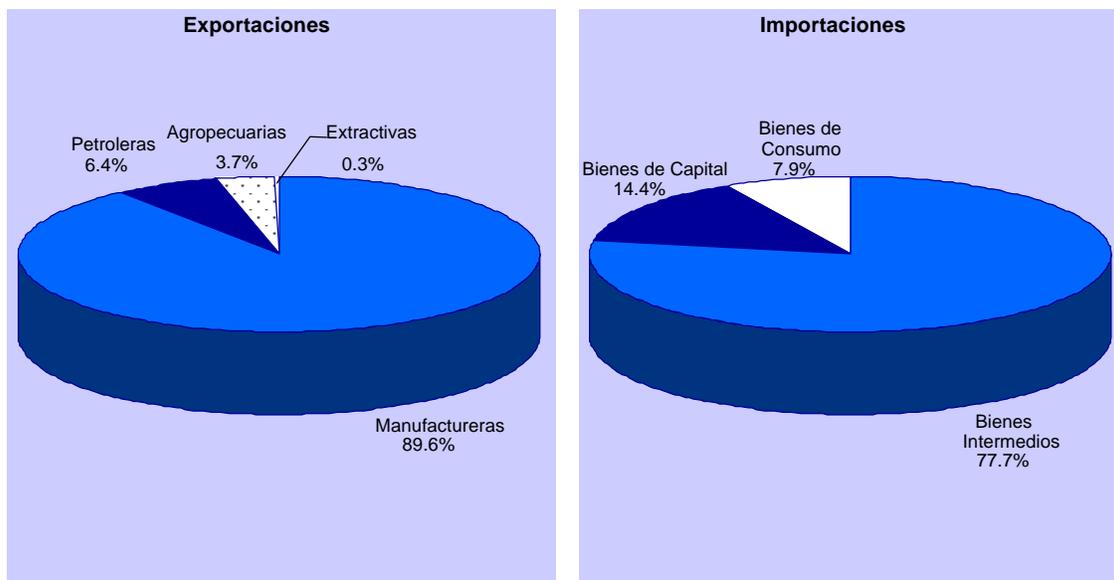
Así, el precio internacional del crudo comenzó a recuperarse en el mes de marzo de 1999, fenómeno que ha sido reflejo de tres factores: i) los acuerdos de reducción de la oferta mundial del energético; ii) las disminuciones de los inventarios mundiales del producto; iii) y la recuperación de la demanda por parte de los países consumidores de Asia y de algunas economías industriales avanzadas. En el periodo enero-agosto de 1999, el valor de las exportaciones petroleras ascendió a 5,530 millones de dólares, lo que significó un incremento de 10.8 por ciento respecto del nivel del mismo periodo del año pasado. Esta evolución es resultado de una disminución anual de 23.1 por ciento en el primer trimestre e incrementos de 14.6 y 65.5 por ciento en el segundo trimestre y en el bimestre julio-agosto, respectivamente. En agosto, el precio de la mezcla mexicana de crudo de exportación se ubicó en 18.51 dólares por barril, nivel superior en 10.84 dólares al registrado en diciembre de 1998.

En los primeros ocho meses de 1999 las exportaciones de productos agropecuarios sumaron 3,159 millones de dólares, monto que representó un incremento de 9.2 por ciento respecto de la cifra

de los mismos meses del año anterior. Los productos cuyas exportaciones mostraron los mayores crecimientos en dicho lapso fueron: jitomate (15.3 por ciento), melón y sandía (54.7 por ciento), otras frutas frescas (10.1 por ciento) y ganado (46.6 por ciento). En contraste, las ventas externas de café crudo registraron una disminución (11.3 por ciento) atribuible a la reducción de su precio internacional.

La estructura del valor de las exportaciones de mercancías en los primeros ocho meses de 1999 fue como sigue: bienes manufacturados, 89.6 por ciento; productos petroleros, 6.4 por ciento; bienes agropecuarios, 3.7 por ciento; y productos extractivos no petroleros, 0.3 por ciento (ver Gráfica 18).

**Gráfica 18 Estructura de las Exportaciones e Importaciones de Mercancías Enero – Agosto de 1999**

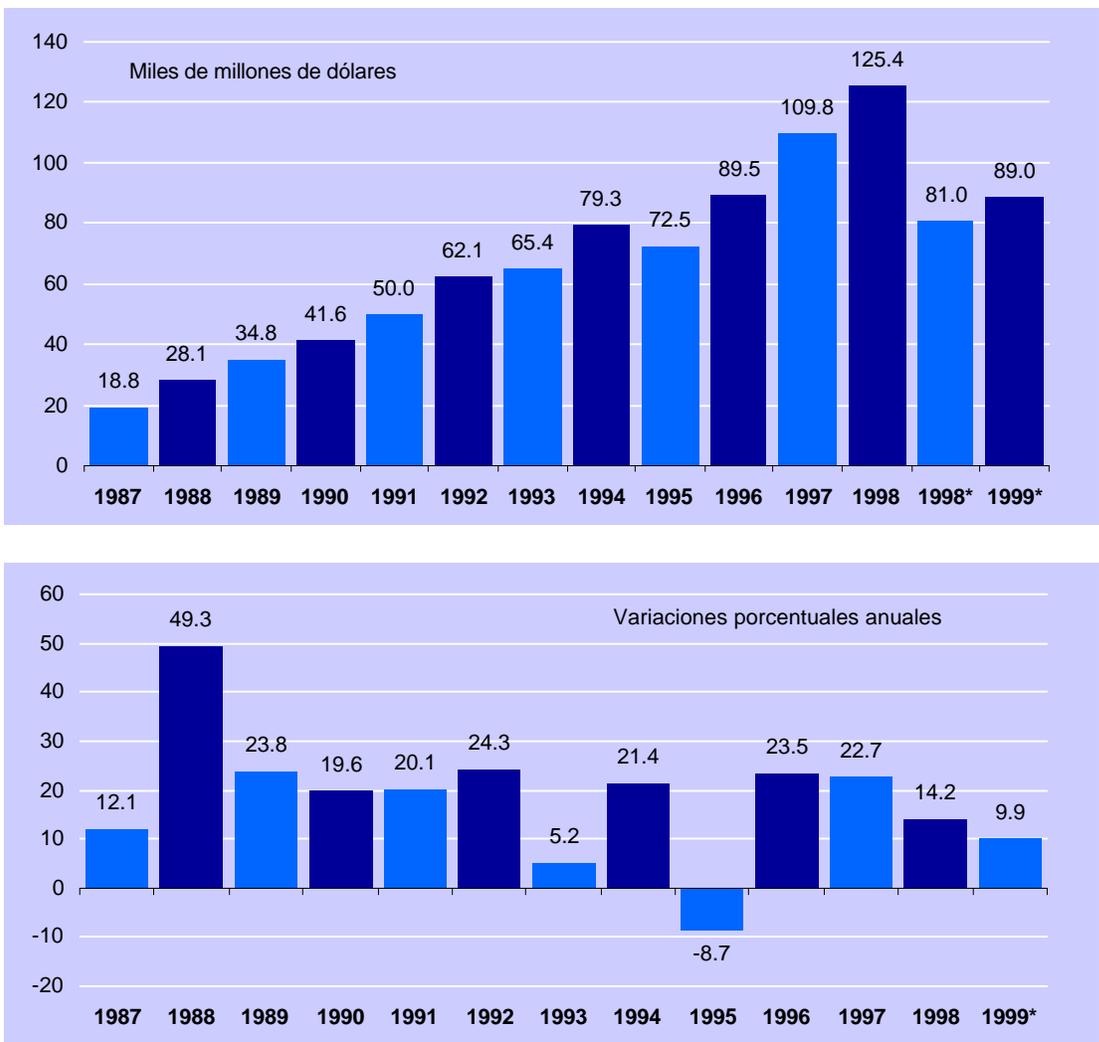


\*Cifras oportunas de agosto de 1999.

En 1999 el crecimiento de las importaciones de mercancías ha sido menor que el de 1998. Las importaciones se desaceleraron de manera significativa en la segunda mitad del año pasado, tendencia que persistió durante el primer trimestre del año actual. A partir del segundo trimestre la demanda por importaciones se recuperó en respuesta al fortalecimiento de la actividad productiva, a la reactivación de la demanda interna y a la expansión de las exportaciones manufactureras que utilizan insumos importados. En los primeros ocho meses de 1999, el valor total de las importaciones de mercancías ascendió a 89,016 millones de dólares, monto superior

en 9.9 por ciento al del mismo lapso del año precedente. Esta tasa se compara con la de 14.2 por ciento observada en todo 1998. La expansión de las importaciones en el primer trimestre de 1999 fue de 4.5 por ciento a tasa anual, de 11.6 por ciento en el segundo trimestre y de 15.4 por ciento en el bimestre julio-agosto (ver Gráfica 19).

**Gráfica 19 Importaciones Totales**

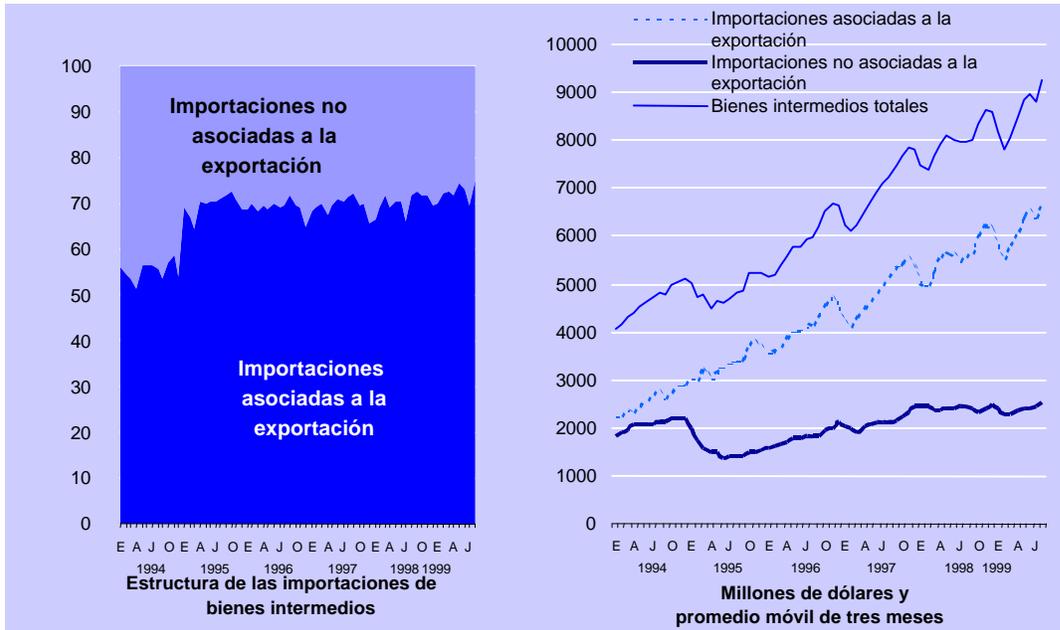


\* Enero-agosto, con cifras oportunas de agosto de 1999.

Las importaciones de bienes intermedios sumaron hasta agosto 69,165 millones de dólares, con una variación anual de 10.5 por ciento. Este crecimiento se basó en el dinamismo exportador, toda vez que las importaciones de este tipo de bienes efectuadas por empresas exportadoras aumentaron 15.3 por ciento, en tanto que las

efectuadas por el resto de las firmas disminuyeron 0.4 por ciento (ver Gráfica 20).

**Gráfica 20 Importaciones de Bienes Intermedios**



El renglón de importaciones más dinámico en 1999 ha sido el de bienes de capital, cuyo crecimiento es atribuible al avance del gasto de inversión de las empresas mexicanas, tanto exportadoras como no exportadoras. Durante los primeros ocho meses la adquisición de ese tipo bienes en el exterior llegó a 12,838 millones de dólares, monto superior en 12.8 por ciento al observado en el mismo periodo de 1998. Este desempeño se explica por una variación anual de 26.7 por ciento de las importaciones de bienes de capital de empresas exportadoras y de 6.4 por ciento de las demás empresas.

En los primeros ocho meses del presente año se importaron bienes de consumo por 7,012 millones de dólares, nivel 0.3 por ciento inferior al de igual lapso de 1998. En el primer trimestre estas importaciones mostraron una contracción significativa (9.6 por ciento), para posteriormente reactivarse y alcanzar un crecimiento anualizado de 5.5 por ciento en el periodo abril-agosto. Las importaciones de bienes de consumo con mayores crecimientos en los primeros ocho meses fueron: conservas vegetales (20.7 por ciento); preparados alimenticios especiales (23.2 por ciento); libros (6.9 por ciento); medicamentos (15.1 por ciento); textiles (4.8 por

ciento); y carnes frescas (3.5 por ciento). En contraste, los productos cuyas importaciones disminuyeron fueron: gasolina, gas butano y propano (16.8 por ciento); receptores y transmisores de radio y televisión (12.1 por ciento); leche (12.4 por ciento); y automóviles (4.1 por ciento).

El comercio exterior regional de México se caracterizó durante el periodo enero-julio de 1999 por los siguientes aspectos: i) importante superávit consolidado con los países del TLC de América del Norte, resultado de un superávit con los Estados Unidos (8,006 millones de dólares) y un déficit con Canadá (223 millones de dólares); ii) superávit con el resto de los países del Continente Americano; y iii) déficit con Europa, Asia y el resto del mundo. En resumen, la reducción del déficit comercial de México en los primeros siete meses de 1999, con relación al déficit del lapso comparable de 1998, se explica por la combinación de un mayor superávit con la zona del TLC, una caída del superávit con los demás países del Continente Americano, una disminución del déficit con Europa y un aumento del déficit con Asia (ver Cuadro 13).

**Cuadro 13**

**Saldo de la Balanza Comercial por Regiones**

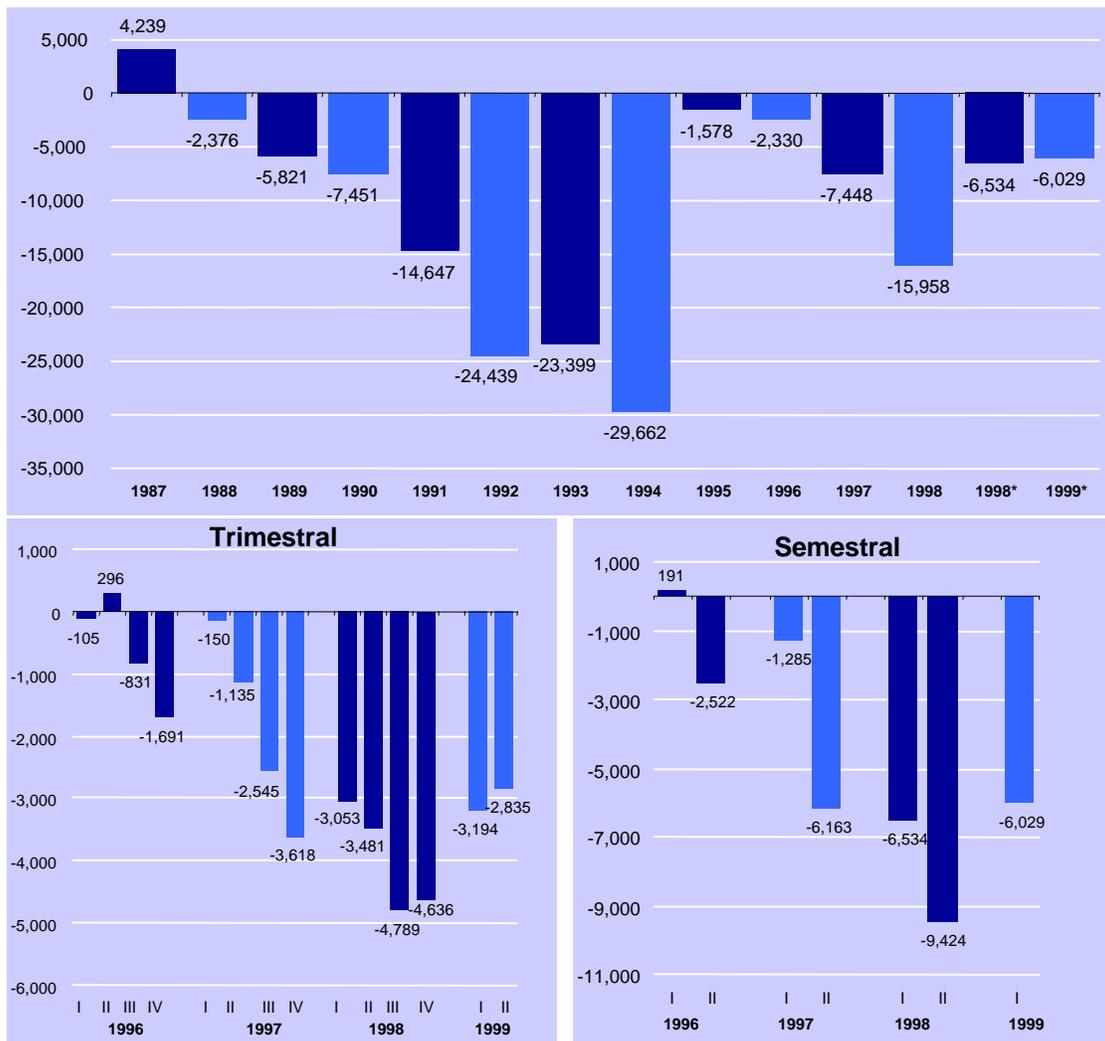
Millones de dólares

	Ene.-Jul.			Variación Absoluta (B)-(A)	Variación Porcentual			
	1998	1998 (A)	1999 (B)		Exportación		Importación	
					1998	Ene.-Jul. 1999	1998	Ene.-Jul. 1999
<b>Total</b>	-7,913	-3,842	-2,265	1,577	6.4	10.2	14.2	7.5
<b>Zona del TLC</b>	9,064	5,581	7,783	2,203	8.5	11.0	13.8	8.1
Estados Unidos	9,835	5,959	8,006	2,047	9.3	10.7	13.7	8.0
Canadá	-771	-378	-223	155	-29.6	35.2	16.4	12.7
<b>Resto del Mundo</b>	-16,977	-9,423	-10,048	-625	-8.1	4.1	15.4	5.5
Resto de América	2,976	1,880	1,306	-574	-11.3	-18.7	9.9	-6.6
Europa	-8,284	-4,901	-4,183	718	-3.5	49.7	17.3	6.5
Asia	-10,902	-5,957	-6,632	-674	-8.2	-11.9	13.9	7.0
Otros	-767	-444	-539	-95	0.2	-15.9	32.8	10.8

Durante 1999 se ha reducido de manera significativa el saldo deficitario de la cuenta corriente de la balanza de pagos medido tanto como proporción del PIB como en dólares corrientes. Según se ha dicho, ese déficit se ha financiado primordialmente con recursos de largo plazo. La tendencia decreciente del déficit corriente ha estado principalmente determinada por la disminución registrada en el déficit comercial. La evolución del saldo comercial y su impacto sobre la cuenta corriente han sido un reflejo del debilitamiento de la actividad económica y de la demanda interna en los últimos meses del año pasado, lo que a su vez tuvo su origen en un adverso escenario

económico internacional, incluyendo el problema petrolero que se enfrentó entonces. Una consecuencia de dicha situación externa fue un menor flujo de recursos del exterior, que afectó adversamente al gasto interno y a las expectativas, lo que propiciaría posteriormente menores saldos deficitarios comercial y en cuenta corriente, principalmente por el impacto correspondiente sobre la demanda de importaciones.

**Gráfica 21** **Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos**  
Millones de dólares



\* I Semestre.

En el primer semestre de 1999 el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se elevó a 6,029 millones de dólares, equivalente a 2.7 por ciento del PIB. Este saldo fue significativamente menor que los déficit registrados en el primero y

segundo semestres del año pasado, de 6,534 y 9,425 millones respectivamente. Esta tendencia decreciente se inició en el cuarto trimestre del año pasado. El déficit correspondiente al segundo trimestre del presente año ha sido el más bajo observado desde el final de 1997. El mismo patrón se detecta con los datos desestacionalizados de esta variable.

El déficit de la cuenta corriente del primer semestre de 1999 se originó de la combinación, por un lado, de un déficit en las balanzas comercial (2,080 millones de dólares), de servicios no factoriales (126 millones) y de servicios factoriales (6,831 millones) y, por el otro, de un superávit en la balanza de transferencias (3,009 millones).

**Cuadro 14**

**Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos**

Millones de dólares

Concepto	1998 A	Enero - Junio		Variación Absoluta C - B	Contribución a la Variación
		1998 B	1999 C		
Cuenta Corriente	-15,958	-6,533	-6,029	505	100.0
Balanza Comercial	-7,913	-2,919	-2,080	839	166.2
Exportaciones	117,460	57,978	63,747	5,769	1,142.8
Importaciones	125,373	60,897	65,827	4,930	976.6
Balanza de Serv. No Factoriales	-559	149	-126	-276	-54.6
Balanza de Serv. Factoriales	-13,497	-6,603	-6,831	-228	-45.2
Transferencias	6,012	2,839	3,009	169	33.6

La balanza de servicios no factoriales registró un déficit de 126 millones de dólares en el primer semestre de 1999, como resultado de ingresos por 6,234 millones y egresos por 6,360 millones. El renglón de viajeros internacionales (suma de turistas y excursionistas) fue superavitario en 2,087 millones de dólares, producto de ingresos por 4,103 millones y egresos por 2,016 millones. Esas cifras significaron una disminución de 2 por ciento en el caso de los ingresos y un aumento de 3.3 por ciento en el de los egresos, ambas tasas calculadas con respecto al primer semestre de 1998. El resto de los renglones que integran la balanza de servicios no factoriales presentó un déficit conjunto de 2,213 millones de dólares, originado principalmente por gastos asociados al comercio exterior tales como el pago de fletes y seguros y el alquiler de medios de transporte.

La balanza de servicios factoriales tuvo un déficit de 6,831 millones de dólares en la primera mitad de 1999, monto 3.5 por

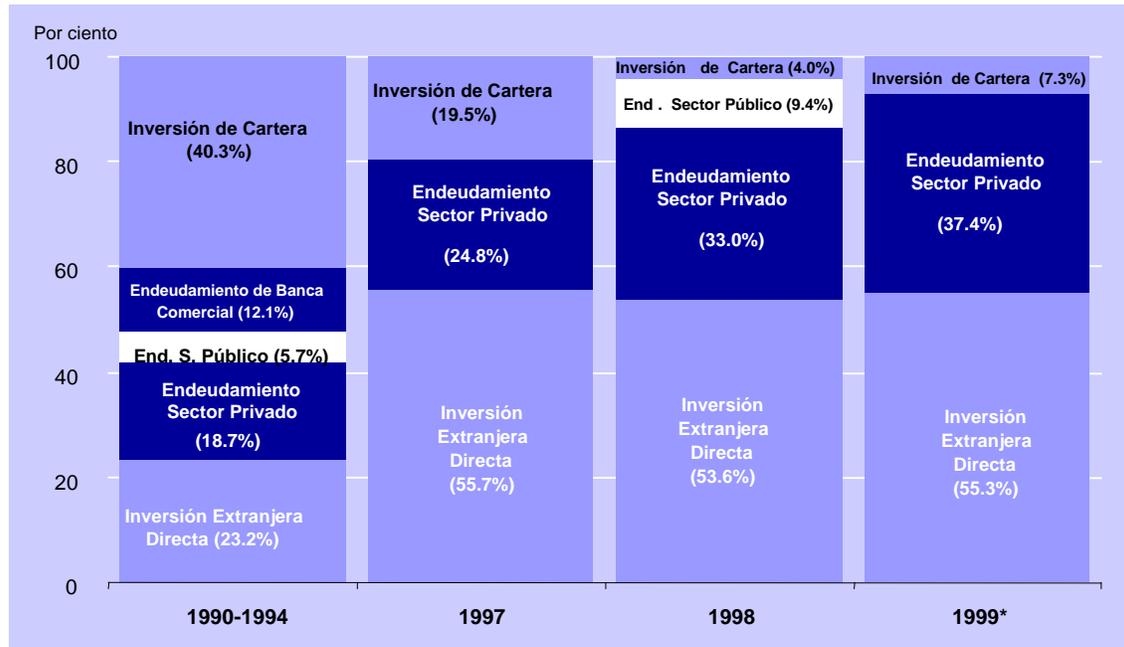
ciento mayor que el observado en el periodo comparable del año pasado. Por concepto de intereses se registró un egreso neto (ingresos menos egresos) de 4,384 millones de dólares, cifra mayor en 310 millones que la del primer semestre de 1998. Cabe mencionar que en el periodo de referencia los egresos por intereses aumentaron 3.5 por ciento, debido principalmente a un incremento de los correspondientes al sector privado no bancario, consecuencia a su vez de un mayor endeudamiento externo. El resto de los renglones de la balanza de servicios factoriales presentó un déficit conjunto de 2,447 millones de dólares, principalmente como resultado de la remisión de utilidades de las empresas con participación accionaria extranjera.

En el primer semestre de 1999 la balanza de transferencias registró un superávit de 3,009 millones de dólares, monto 6 por ciento superior al del mismo periodo del año anterior. El renglón más importante de esta balanza es el de los recursos que residentes en el exterior de origen mexicano envían a sus familiares. En el primer semestre, el monto de las remesas ascendió a 2,804 millones de dólares, equivalente a 46 por ciento del superávit comercial de la industria maquiladora de exportación o a 51 por ciento del flujo de inversión extranjera directa.

En la primera mitad del presente año la cuenta de capital de la balanza de pagos registró un superávit de 5,496 millones de dólares, saldo proveniente principalmente de entradas de recursos externos de largo plazo. Como se muestra en la Gráfica 22, dicho superávit fue resultado de un flujo sostenido de inversión extranjera directa, de un aumento del endeudamiento del sector privado no bancario y de un monto moderado de inversión de cartera.

El ingreso de recursos por concepto de IED ascendió a 5,469 millones de dólares en el primer semestre de 1999, monto que financió en ese periodo más de nueve décimas del déficit de la cuenta corriente. El monto de inversión comprende aquella registrada durante el periodo de referencia, más una cantidad estimada correspondiente a las inversiones ya efectuadas pero que no han sido reportadas a las autoridades por un rezago habitual. En cuanto a su destino sectorial 78 por ciento de la IED se canalizó a la industria manufacturera, principalmente a los sectores de productos metálicos, maquinaria y equipo; productos químicos y plásticos; y productos alimenticios, bebidas y tabaco.

**Gráfica 22 Composición de las Entradas Netas de Capital**



\* I Semestre.

El desglose de la IED en el lapso de referencia fue como sigue: 1,616 millones de dólares correspondieron a nuevas inversiones; 1,672 millones a reinversión de utilidades; 1,409 millones a importación de activos fijos por parte de maquiladoras; y 772 millones a incremento de pasivos con las matrices en el exterior.

**Cuadro 15 Balanza de Pagos**

Millones de dólares

Concepto	1998	Enero – Junio	
		1998	1999
Cuenta Corriente	-15,958	-6,534	-6,029
Cuenta de Capital	16,230	8,080	5,496
Endeudamiento Neto	5,684	4,440	1,290
Sector Público	1,708	599	-53
Sector Privado	5,047	3,841	3,354
No Bancario	6,002	3,232	3,701
Bancario	-955	609	-348
Banco de México	-1,072	0	-2,011
Inversión Extranjera	9,786	4,989	5,939
Directa	10,238	5,398	5,469
De Cartera	-452	-409	470
Mercado Accionario	-666	-759	722
Mercado de Dinero	214	350	-252
Activos	761	-1,349	-1,733
Errores y Omisiones	-1,866	229	558
Variación Reserva Internacional Neta	2,137	1,776	19
Ajustes	2	0	6

Como se mencionó en la sección II, durante 1999 se ha notado una mejoría en la evaluación del país en los mercados financieros internacionales. Por un lado, la disminución de la

percepción de riesgo sobre México ha propiciado una mayor apertura de los mercados financieros internacionales a la emisión de valores nacionales, tanto del sector público como del privado y, por otro, ha propiciado entradas modestas de inversión de cartera.

En el primer semestre del presente año se registraron entradas de recursos por concepto de inversión extranjera de cartera por 470 millones de dólares. Esta se desglosa en entradas netas por 722 millones que se canalizaron al mercado accionario y en una salida de 252 millones del mercado de dinero. Cabe mencionar que en enero, debido a la crisis brasileña, tuvo lugar una reducción significativa de los recursos invertidos en cartera, la cual resultó más que compensada por las entradas netas del lapso febrero-junio. Esta última tendencia continuó en el bimestre julio-agosto.

El endeudamiento externo neto del sector privado ascendió a 3,354 millones de dólares. Tal monto fue consecuencia de un endeudamiento neto del sector privado no bancario por 3,701 millones y un desendeudamiento externo de la banca comercial por 348 millones. La apertura que han mostrado los mercados internacionales de capital a la emisión de títulos del sector privado no bancario de México, posibilitó que en los primeros ocho meses del presente año siete empresas colocaran valores por un monto de 2,800 millones de dólares, en tanto que otras cuatro empresas han anunciado planes para emisiones futuras de bonos.

El sector público redujo sus pasivos externos en el primer semestre de 1999. En términos netos dicho desendeudamiento fue de 53 millones de dólares, y se originó de disposiciones por 12,489 millones y amortizaciones por 12,542 millones. En ese periodo el sector público efectuó en el exterior ocho colocaciones de valores, por un monto de 5,435 millones de dólares. De dicho monto, 1,373 millones se aplicaron al pago anticipado de la línea de crédito con instituciones financieras internacionales ejercida en octubre de 1998. En el periodo julio-septiembre el sector público realizó otras cuatro colocaciones de valores por 2,460 millones de dólares; de dicho monto, 400 millones se utilizaron para retirar del mercado bonos Brady por un total de 510 millones de dólares.

El pasado mes de junio las autoridades anunciaron la exitosa conclusión del refinanciamiento de la deuda pública externa para lo que resta de la presente Administración, al formalizarse el Programa de Fortalecimiento Financiero 1999-2000. Este Programa constituye un esfuerzo más de las autoridades para apuntalar

financieramente a la economía mexicana, reduciendo su vulnerabilidad ante cambios inesperados tanto en el entorno internacional como en el interno. El programa contribuirá a lograr la estabilidad económica durante el periodo de transición sexenal.

En el primer semestre de 1999 el Banco de México realizó liquidaciones de pasivos al FMI por 2,011 millones de dólares. El 7 de julio del presente año México suscribió con el FMI un Acuerdo de Derechos de Giro (Stand-by Arrangement), que otorga a México acceso a recursos por aproximadamente 4,200 millones de dólares (3,103 millones de Derechos Especiales de Giro). De ese total, a la fecha se han efectuado dos desembolsos de dicho crédito, uno en julio por 688 millones de dólares y otro en septiembre por 715 millones de dólares (517.2 millones de derechos especiales de giro). Para lo que resta de 1999 se tiene planeada otra disposición por aproximadamente 715 millones de dólares, en tanto que el remanente (2,082 millones) se recibirá en el año 2000.

Por su parte, en el primer semestre del año el renglón de activos externos de residentes en el país reportó un flujo negativo por 1,733 millones de dólares.

En resumen, al cierre del primer semestre de 1999 la combinación de un déficit en la cuenta corriente por 6,029 millones de dólares, un superávit en la cuenta de capital por 5,496 millones y una entrada neta de recursos en el renglón de errores y omisiones por 558 millones, resultó en un incremento de 19 millones de dólares en la reserva internacional neta del Banco de México<sup>2</sup>. Así, al pasado 30 de junio el saldo de la reserva internacional neta<sup>3</sup> se elevó a 30,159 millones de dólares, en tanto que el de los activos internacionales<sup>4</sup> ascendió a 25,444 millones. Durante julio, agosto y septiembre estos rubros registraron nuevos aumentos, de manera que al 21 de septiembre los saldos correspondientes de las reservas internacionales netas y de los activos internacionales netos fueron respectivamente de 30,794 y 26,719 millones de dólares. Así, la acumulación por

---

2 Para que la suma de los saldos de la cuenta corriente, cuenta de capital y del renglón de errores y omisiones resulte en la variación de la reserva internacional neta del Banco de México, es preciso adicionar un ajuste negativo por valuación de la reserva internacional neta por 6 millones de dólares.

3 Según la definición de reserva internacional prevista en la Ley del Banco de México.

4 Los activos internacionales netos se definen como la reserva bruta, más los créditos convenio con bancos centrales a más de seis meses, a los que se restan los pasivos con el FMI y los pasivos a menos de seis meses derivados de convenios con bancos centrales. En esta medición los pasivos del Banco de México con el FMI y las tenencias de oro del Instituto Central se valúan, respectivamente, al tipo de cambio DEG/dólar y a la cotización del oro en dólares correspondientes a la fecha del cálculo del saldo.

parte del Banco de México a lo largo del presente año ha ubicado a tales reservas en sus niveles históricos más elevados.

### III.4. Finanzas Públicas

---

A fin de poder abatir el ritmo inflacionario y sentar las bases para un crecimiento económico sostenido, se requiere contar con una situación fiscal sólida. En este sentido, las acciones en materia de finanzas públicas se han dirigido a fortalecer los ingresos permanentes del Estado, manteniendo el gasto en niveles sanamente financiables y mejorando su asignación y control. Con estas finalidades en mente, el Ejecutivo Federal propuso como meta para el año en curso un déficit económico de 1.25 por ciento del PIB.

Los resultados obtenidos en el primer semestre de 1999, muestran que las finanzas públicas se encuentran dentro de los límites establecidos en el presupuesto para el año. Así, en dicho periodo, el sector público obtuvo un superávit económico de 7,866 millones de pesos, monto que se compara favorablemente con el superávit de 4,791 millones observado durante el mismo lapso de 1998. Este resultado provino del superávit registrado por las entidades bajo control presupuestario directo (PEMEX y otros organismos y empresas, por 33,983 millones de pesos), y por los déficit reportados por el Gobierno Federal y las entidades bajo control presupuestario indirecto (de 22,897 y 3,220 millones, respectivamente). Por su parte, el superávit primario ascendió a 98,271 millones, nivel también mayor que el correspondiente a 1998 de 59,103 millones. Lo anterior se explica por el crecimiento mostrado por los ingresos presupuestarios y la reducción del gasto primario.

Los ingresos presupuestarios ascendieron a 456,722 millones de pesos, lo que representó un crecimiento real de 3.6 por ciento con relación al nivel obtenido en el mismo periodo del año anterior. De ese total, el 70.2 por ciento correspondió a ingresos del Gobierno Federal y el 29.8 por ciento restante a los organismos y empresas bajo control presupuestario directo. El incremento de los ingresos presupuestarios se debió a las percepciones no petroleras, que se expandieron 7.1 por ciento en términos reales respecto del año pasado, mientras que el componente petrolero disminuyó 3.5 por ciento. Cabe destacar que de los ingresos presupuestarios la recaudación tributaria creció 11.1 por ciento en términos reales respecto del mismo periodo del año anterior. Ello, como reflejo del aumento de la actividad económica y de las medidas fiscales

aprobadas por el Congreso para 1999 con el fin de fortalecer la recaudación.

**Cuadro 16**

**Resumen de las Finanzas Públicas \*/**

Millones de Pesos

Concepto	Ene - Jun		Variación Real (por ciento)
	1998	1999	
Balance Económico de Caja	4,791	7,866	38.9
Gobierno Federal	-6,612	-22,897	192.9
Pemex	-1,979	14,437	n.s.
Resto de Organismos y Empresas	17,086	19,546	-3.2
Balance Extrapresupuestario	-3,704	-3,220	-26.5
Balance Económico Primario	59,103	98,271	40.6
Gobierno Federal	34,961	52,514	27.0
Pemex	3,763	20,240	354.9
Resto de Organismos y Empresas	18,351	21,859	0.8
Balance Extrapresupuestario	2,028	3,658	52.5

\*/ Déficit (-), Superávit (+).

p/ Cifras preliminares.

n.s. no significativo.

Fuente: SHCP.

El precio de la mezcla mexicana de petróleo de exportación se ha recuperado sensiblemente, al pasar su cotización mensual promedio de 8.68 dólares por barril (dpb) en enero del presente año a 18.42 dpb en agosto (ver Gráfica 23). No obstante lo anterior, el desfase entre la fecha de venta del energético y su cobranza hizo que el precio relevante para medir el flujo de efectivo del Gobierno Federal por ese concepto fuera en el primer semestre del año de 9.68 dpb, cifra inferior en 2.42 dpb a la correspondiente al mismo periodo del año pasado (12.1 dpb). En adición a lo señalado, la reducción que se acordó a partir del mes de abril para la plataforma petrolera de exportación, resultado de compromisos internacionales asumidos por México para controlar la oferta mundial del energético y la apreciación registrada por el tipo de cambio, también contribuyeron a disminuir los ingresos petroleros denominados en pesos.

Durante el primer semestre de 1999, el sector público incurrió en un gasto neto presupuestario de 445,636 millones de pesos, monto 3.4 por ciento superior en términos reales al del mismo periodo del año anterior. Dicho incremento se explica por el alza del costo financiero, ya que el gasto primario disminuyó 3 por ciento en términos reales. La reducción en las erogaciones primarias se derivó de la aplicación del Programa de Austeridad Presupuestaria en la Administración Pública Federal.

Gráfica 23

## Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo de Exportación



El costo financiero del sector público llegó en el primer semestre del año a 83,527 millones de pesos, lo que representó un aumento real de 45.4 por ciento con relación al monto del mismo semestre del año anterior. El pago de intereses de la deuda pública y los programas de saneamiento financiero absorbieron respectivamente 75,341 y 8,186 millones, cifras que implicaron crecimientos reales de 50.4 y 11.3 por ciento en comparación con los niveles del mismo periodo del año pasado. El referido incremento en el costo financiero es congruente con lo establecido en el Presupuesto de Egresos de la Federación para 1999.

Durante el primer semestre del año, la deuda del sector público no financiero se redujo como proporción del PIB en 2.5 puntos porcentuales en comparación con el dato del cierre de 1998 y en 1.1 puntos con respecto a la cifra del mismo periodo del año anterior. La deuda externa neta presentó una caída de 2.3 puntos porcentuales como proporción del PIB, consecuencia de la apreciación del peso en relación al dólar y de la disminución del saldo de dicha deuda en 508.3 millones de dólares respecto del cierre de 1998. Por su parte, el saldo de la deuda interna en términos del PIB disminuyó 0.2 puntos, resultado de una caída real de 1.6 por ciento.

En materia de deuda pública externa, durante el primer semestre de 1999 destacan las siguientes operaciones: i) suscripción,

en abril, del refinanciamiento anticipado del 80 por ciento de la línea de liquidez ejercida en octubre de 1998 con 33 instituciones financieras internacionales; ii) captación, también en abril, por parte del Gobierno Federal, de 1,500 millones de dólares en los mercados internacionales de capital; y iii) puesta en marcha del Programa de Fortalecimiento Financiero 1999-2000.

**Cuadro 17**

**Subasta Semanal de Valores Gubernamentales Durante los Primeros Tres Trimestres de 1999**

Millones de pesos

	Subasta tipo 1er trimestre	Subasta tipo 2do trimestre	Subasta tipo 3er trimestre <sup>2</sup>	
			Semana non	Semana par
Cetes	6,500	7,100	6,500	9,700
28 días	2,500	2,500	3,000	3,000
91 días	3,000	3,000	3,500	3,500
182 días	500	1,000	-	2,000
364 días	500	600	-	1,200
Bondes	4,200	3,700	3,000	3,000
Bonde (3 años)	1,000	1,300	variable	variable
Bonde (280 días)	3,200	-	-	-
Bonde (2 años)	-	2,400	variable	variable
Udibonos (mill. UDIS)	200	250	250	-
3 años	-	-	-	-
5 años	200	250	250	-
Asignación libre (promedio)	-	-	1,281	1,281
Promedio Semanal <sup>1</sup>	10,946	11,117	11,419	13,981

1 Calculado con base al valor de la Udi promedio del trimestre. El Udibono se coloca de manera quincenal; sin embargo, con fines de comparación se supone una colocación semanal.

2 Para la subasta tipo del tercer trimestre se asumió el compromiso de subastar semanalmente montos mínimos de Cetes de 28 y 91 días y un mínimo de instrumentos de tasa flotante (Bondes) sin especificar montos mínimos en cada plazo. En las semanas "non" se subastarán Udibonos de 5 años por al menos 250 millones de Udis, mientras que en las semanas "par" se subastarán Cetes de 6 y 12 meses.

Adicionalmente, en la subasta tipo del tercer trimestre, se contempla la posibilidad de introducir un bono denominado en pesos con plazo de entre dos y tres años, que pagará una tasa de interés nominal fija (en cupones semestrales) que anunciará la SHCP en el momento de la convocatoria. Este monto adicional se identifica en "asignación libre" y hasta la subasta del 21 de septiembre aún no se había ofrecido.

Por lo que hace a la deuda interna, se crearon y anunciaron subastas "tipo" de valores gubernamentales para cada uno de los primeros tres trimestres de 1999 (ver Cuadro 17). Ello, con la finalidad de proporcionar certidumbre a los participantes en el mercado primario de valores gubernamentales sobre clases de valores a subastar, montos y plazos. En la subasta del tercer trimestre del año se incorporaron algunas modificaciones que permiten mayor flexibilidad en su manejo, conservándose la certidumbre que proporciona un programa previsible de colocaciones de valores. En particular, se ha adquirido el compromiso de subastar un monto mínimo semanal de Cetes a 28 y 91 días así como de Bondes; y quincenalmente se ofrecerán Cetes a plazos mayores a tres meses y Udibonos. Adicionalmente, del menú de títulos descrito en el Cuadro 17 se subastarán en promedio por semana 1,281 millones de pesos.

Cabe mencionar que tanto el monto a colocar como el plazo promedio de los instrumentos ofrecidos han aumentado gradualmente durante el año. Mediante las subastas celebradas hasta agosto del presente año, se ha realizado una colocación neta por 62,644 millones de pesos, saldo acorde con el techo de endeudamiento interno neto del Gobierno Federal para 1999, de 95,000 millones.

### **III.5. Evolución de los Agregados Monetarios, Crediticios y del Mercado de Valores**

---

#### **III.5.1. Redefinición de los Agregados Monetarios**

En el Informe Anual del Banco de México de 1987 se dieron a conocer los lineamientos para una redefinición de los agregados monetarios en México. En el proceso, se aprovechó la oportunidad para incluir en ellos a instrumentos financieros que captaban un tramo importante del ahorro del público (por ejemplo, los depósitos de FICORCA en el Banco de México, los Bonos de Renovación Urbana y las obligaciones hipotecarias), a la vez que se hicieron adecuaciones a su estructura, consolidando conceptos de menor cuantía.

Según los criterios adoptados en 1987, la definición del agregado monetario estrecho (M1) consideraba a los billetes y monedas en poder del público así como a las cuentas de cheques en monedas nacional y extranjera. Definiciones más amplias de los agregados monetarios incorporaban al resto de los títulos que componen el ahorro financiero, para lo cual los instrumentos de deuda se clasificaban tanto por sus emisores (bancarios y no bancarios) como por su grado de liquidez (corto y largo plazo). Así, el agregado monetario M2 incluía a M1 y a los instrumentos bancarios con plazo de hasta un año. Por su parte, el agregado monetario M3 consideraba, en adición a M2, a los instrumentos no bancarios de plazo menor a un año (principalmente valores gubernamentales). Por último, el agregado monetario más amplio (M4) contenía, además de a todos los instrumentos de plazo mayor a un año, a los fondos del SAR.

A pesar de que en los últimos años la estructura de los agregados monetarios se ha venido modificando, para incorporar los instrumentos financieros que han ido apareciendo en el mercado, no se había hecho una revisión a fondo de dichos agregados. Por ello, el

Banco de México decidió llevar a cabo tal revisión en 1999, y en julio se modificaron las definiciones de los agregados a la luz de los principios más actuales aceptados internacionalmente en la materia<sup>5</sup>. Algunos de estos principios son los siguientes: i) conveniencia de hacer una diferenciación entre los tenedores de activos financieros según su residencia (interna o externa); ii) eliminación de la clasificación de los instrumentos por plazo original, ya que en la actualidad ésta no necesariamente refleja su liquidez; y, iii) definición de un universo más riguroso por lo que toca a la naturaleza de los tenedores de activos financieros.

Al igual que en el pasado, las nuevas definiciones de los agregados monetarios se denotan mediante la letra M asociada a un número que indica el nivel de agregación. De esta manera, la nueva estructura de los agregados monetarios también contempla un indicador estrecho M1. Este incluye a los billetes y monedas en poder del público, a las cuentas de cheques en monedas nacional y extranjera en poder de los residentes en el país y a los depósitos en cuenta corriente con interés en moneda nacional<sup>6</sup>. El siguiente agregado, denominado M2, mide el esfuerzo de ahorro financiero interno, e incluye al resto de los instrumentos bancarios y no bancarios, siempre que los tenedores sean residentes del país. El agregado monetario M3 incorpora, en adición a todos los instrumentos contenidos en M2, otros activos financieros internos pero que se encuentran en poder de no residentes. Finalmente, el agregado M4 incluye también la captación que realiza la banca mexicana a través de sus agencias en el exterior, ya sea que provenga de residentes o de no residentes. Estas presentaciones de los agregados consideran únicamente al ahorro financiero del sector privado. Por otra parte, para incorporar al ahorro financiero del sector público, éste se adiciona a las definiciones anteriores en una versión ampliada de los agregados presentados que se distinguen por la siguiente notación: M1a, M2a, M3a y M4a.

---

5 Ver boletín de prensa No. 88 del 29 de julio de 1999. Adicionalmente, para una descripción detallada de la redefinición de los agregados monetarios en México, de su historia, una discusión de las fuentes de información que permiten construirlos y algunas de sus aplicaciones más comunes en el entorno económico, véase el documento de investigación del Banco de México: "Redefinición de los Agregados Monetarios en México 1985-1998", el cual estará disponible en fecha próxima.

6 En esta cuenta se incluyen las operaciones bancarias que se efectúan con tarjeta de débito, tales como los pagos de sueldos y salarios a través de nómina electrónica y algunas modalidades del ahorro a la vista que permiten realizar retiros mediante la referida tarjeta. Esta cuenta no estaba incluida en la definición anterior de M1.

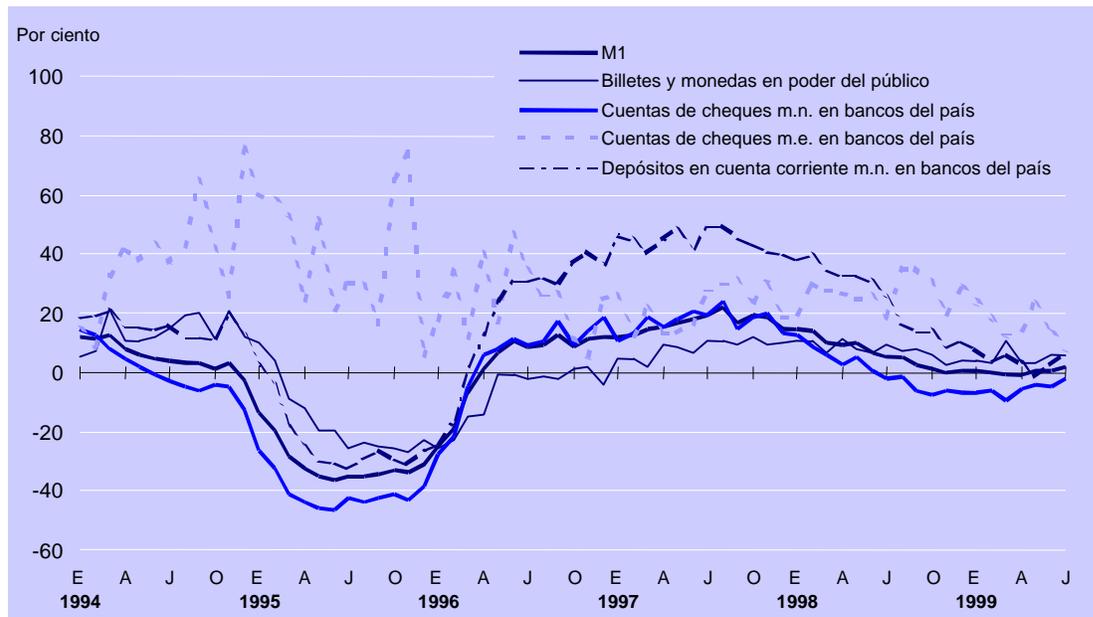
### III.5.2. Medio Circulante

En 1999, la tasa de crecimiento real anual de la nueva versión del medio circulante (M1) ha continuado con la desaceleración mostrada desde 1998 (ver Gráfica 24). Este resultado se explica fundamentalmente por una notable reducción del saldo de las cuentas de cheques en moneda nacional, el cual cayó de julio de 1998 al mismo mes del presente año 2.5 por ciento en términos reales, factor que implicó una contribución negativa al crecimiento de M1 de 1.3 puntos porcentuales (ver Cuadro 18). No obstante lo anterior, en el mismo periodo las cuentas de cheques denominadas en moneda extranjera registraron un crecimiento importante.

**Cuadro 18 Medio Circulante (M1)**  
Miles de millones de pesos

	Saldos						Flujos		Var. por ciento real de los Saldos		Contribución al Crecimiento de M1	
	Dic 97	Jun 98	Jul 98	Dic 98	Jun 99	Jul 99	Jul 98 a Jul 99	Dic 98 a Jul 99	Jun 98 a Jun 99	Jul 98 a Jul 99	Jun 98 a Jun 99	Jul 98 a Jul 99
	M1	325.4	325.9	328.2	387.9	383.6	390.7	62.5	2.8	0.3	1.7	0.3
Billetes y monedas en poder del público	94.2	89.6	92.5	115.9	111.2	114.6	22.1	-1.3	5.7	5.9	1.6	1.7
Cuentas de cheques m.n.	175.5	171.7	169.8	193.8	191.2	193.8	24.0	0.0	-5.1	-2.5	-2.7	-1.3
Cuentas de cheques m.e.	24.5	30.2	30.3	37.2	39.9	38.2	7.9	1.0	12.4	7.7	1.2	0.7
Depósitos en cuenta corriente m.n.	31.2	34.4	35.6	41.0	41.3	44.1	8.5	3.1	2.3	5.8	0.2	0.6

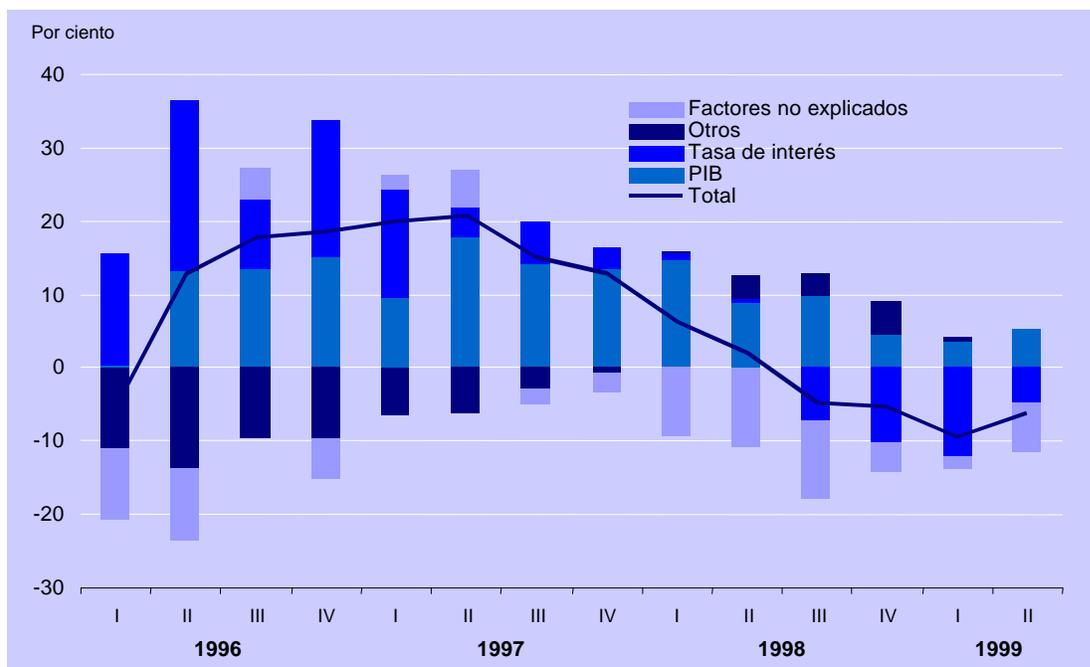
**Gráfica 24 Medio Circulante M1**  
Variación real anual



*Cuentas de Cheques en Moneda Nacional*

La evolución de las cuentas de cheques en moneda nacional está determinada fundamentalmente por el ritmo de la actividad económica y el costo de oportunidad de mantener recursos financieros en forma líquida<sup>7</sup>. Utilizando técnicas econométricas es posible descomponer el efecto que estas dos variables tuvieron sobre la expansión real de las cuentas de cheques en moneda nacional (ver Gráfica 25). Como puede apreciarse, el saldo de las cuentas referidas empezó a registrar variaciones anuales negativas en términos reales desde el tercer trimestre de 1998. Esto se explica porque si bien el crecimiento de la actividad económica ha contribuido a aumentar estas cuentas, dicho incremento fue más que compensado por la contracción inducida por la elevación del costo de oportunidad de mantener recursos en este tipo de instrumentos.

**Gráfica 25** Cuentas de Cheques en Moneda Nacional  
Variación real anual

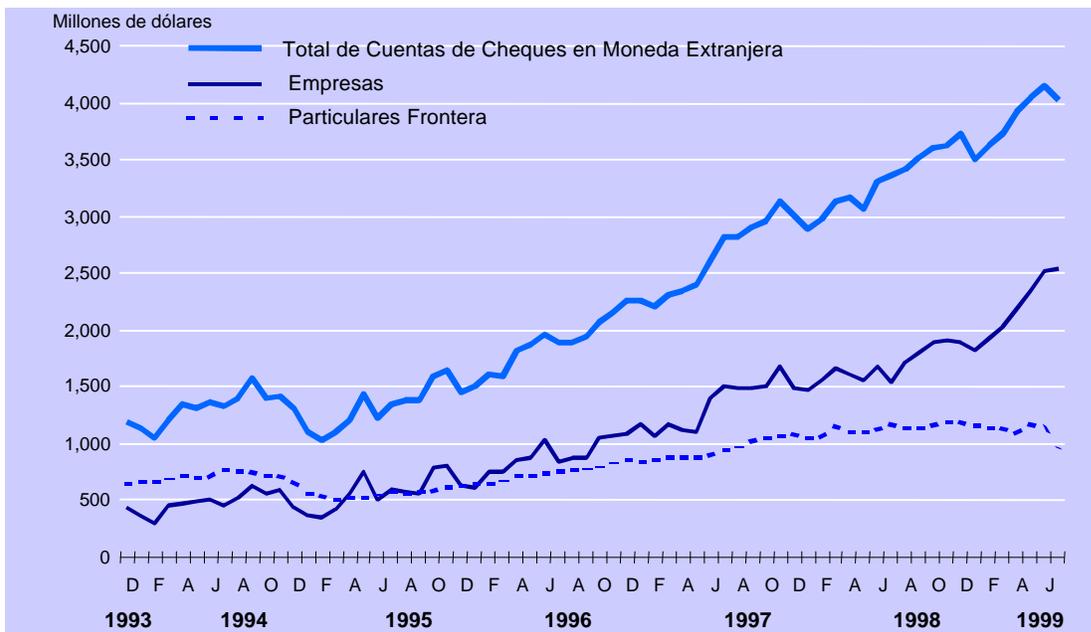


7 Este costo de oportunidad se mide tanto por el nivel de las tasas de interés (por ejemplo, Cetes a 28 días) como por el diferencial que paga el pagaré bancario a un día respecto de la tasa de rendimiento que reciben algunas cuentas de cheques.

*Cuentas de Cheques en Moneda Extranjera*

El saldo de las cuentas de cheques en moneda extranjera ha sido el componente más dinámico del medio circulante (M1). No obstante lo anterior, su participación en el saldo de M1 sigue siendo reducida, ya que en julio de 1999 ascendió a tan sólo 9.8 por ciento. Este tipo de cuentas puede dividirse en dos componentes: i) el perteneciente a empresas y ii) el de particulares que residen en la franja fronteriza. Como se aprecia en la Gráfica 26, el saldo de las cuentas de personas individuales ha crecido lentamente desde hace varios años, no así el correspondiente a empresas, que desde 1996 ha exhibido un marcado dinamismo. A este respecto, la Gráfica 27 permite constatar que el comportamiento de las cuentas de cheques en moneda extranjera de empresas está estrechamente vinculado con el comercio exterior<sup>8</sup>.

**Gráfica 26** **Cuentas de Cheques en Moneda Extranjera**  
Saldos en millones de dólares

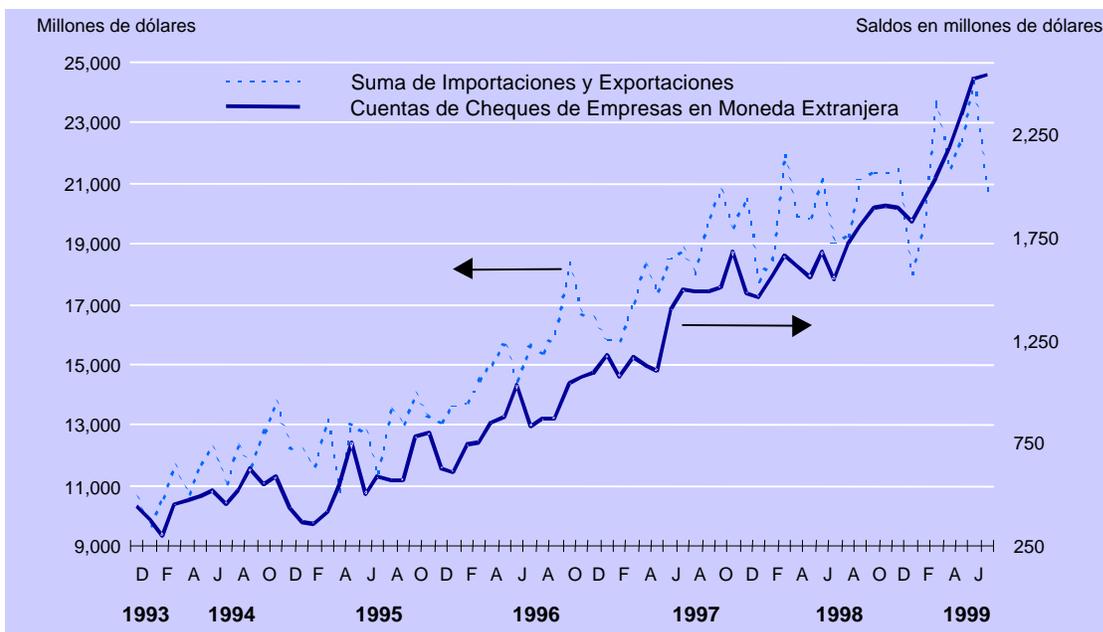


8 La correlación simple entre el saldo de comercio exterior de México, medido como la suma del flujo mensual de las importaciones más las exportaciones (incluyendo maquiladoras) y las cuentas de cheques de empresas en moneda extranjera, fue de 0.95 para el periodo enero de 1994 a julio de 1999.

Gráfica 27

**Cuentas de Cheques de Empresas en Moneda Extranjera y Comercio Internacional**

Millones de dólares



**III.5.3. Agregados Monetarios Amplios**

Las nuevas definiciones para los agregados monetarios establecen criterios generales que hacen más funcional la clasificación de sus componentes. Esto, en la medida en que ahora todos los instrumentos financieros son agrupados por tipo de emisor y tenedor, y no de acuerdo a otras características como son el plazo original, el tipo de moneda de denominación, la liquidez, etc.<sup>9</sup>

Durante los primeros siete meses de 1999, el saldo del agregado monetario amplio M2 según la nueva definición registró un crecimiento anual a precios constantes de 8.5 por ciento (ver Cuadro 19). Ello fue consecuencia del significativo impulso que ha experimentado la tenencia de valores gubernamentales en poder de residentes del país, la cual, incluyendo a las Siefores, ha tenido al mes de julio una variación anual de 27.1 por ciento en términos reales. Por otra parte, la tendencia negativa que venía mostrando la

9 Para una explicación detallada de las nuevas definiciones de los agregados monetarios véase la nota metodológica que se encuentra en la dirección de Internet: [http://www.banxico.org.mx/public\\_html/inveco/doctos/reportes/redagrmo/amr.pdf](http://www.banxico.org.mx/public_html/inveco/doctos/reportes/redagrmo/amr.pdf). Las series históricas de los nuevos agregados para el periodo diciembre 1985-julio 1999 se pueden consultar en la dirección de Internet del Banco de México: [http://www.banxico.org.mx/public\\_html/inveco/doctos/reportes/redagrmo/sm.html](http://www.banxico.org.mx/public_html/inveco/doctos/reportes/redagrmo/sm.html)

captación bancaria obtenida de residentes durante los primeros meses de 1999 se ha revertido recientemente (ver Gráfica 28).

Cuadro 19

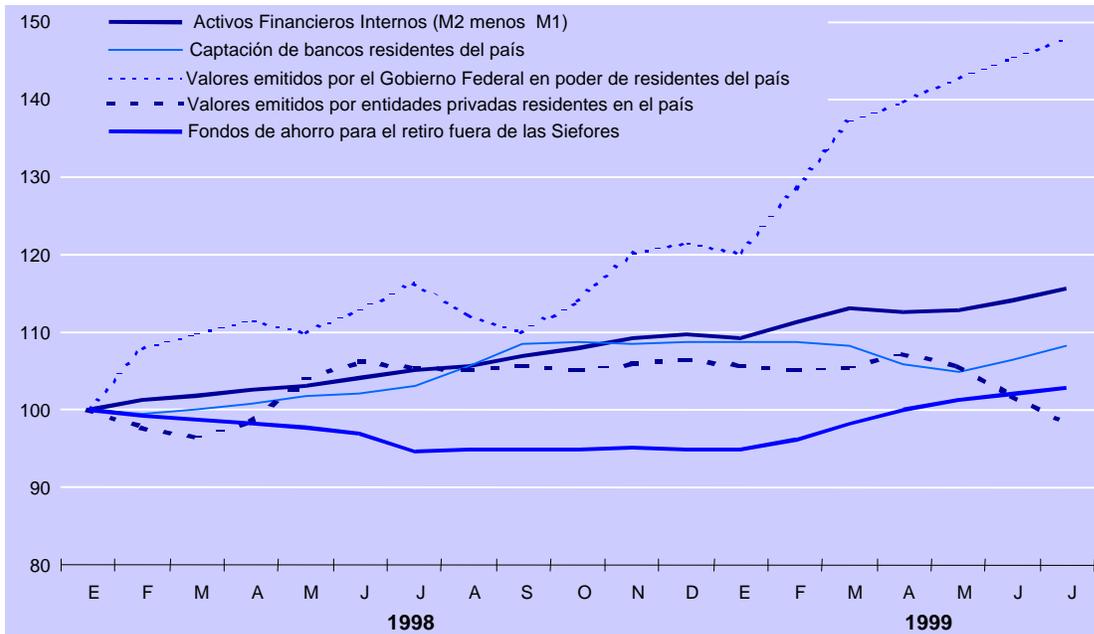
## Agregados Monetarios M1, M2, M3 Y M4

Saldos en Miles de Millones de pesos

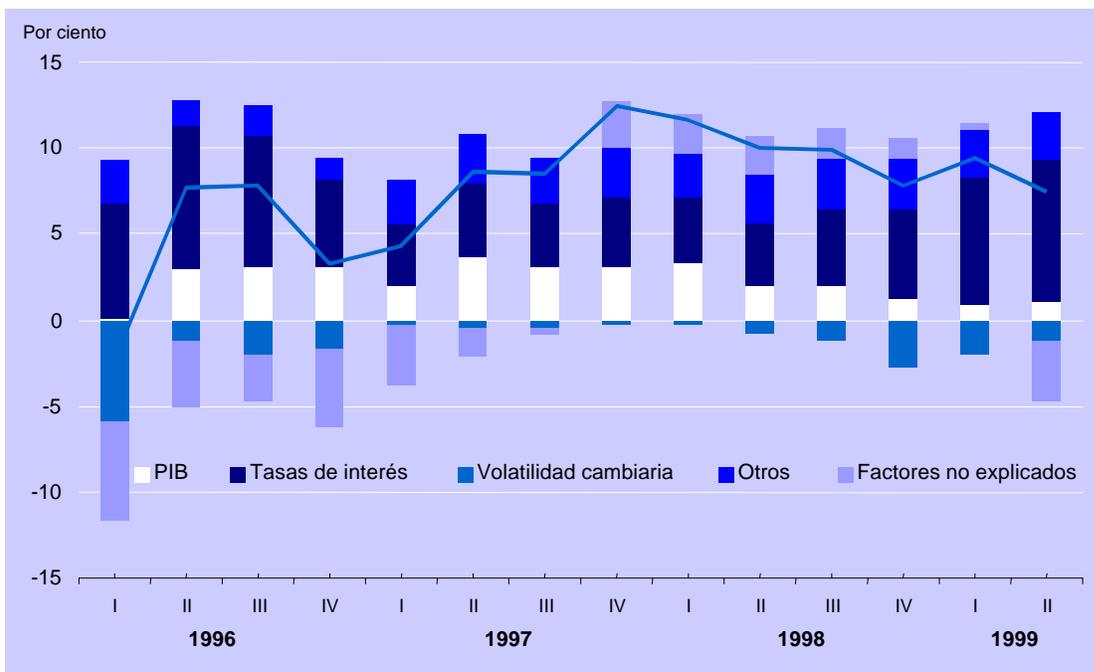
	Saldos						Flujos		Var. por ciento real de los Saldos		Contribución al Crecimiento de M4	
	Dic	Jun	Jul	Dic	Jun	Jul	Jul 98	Dic 98	Jun 98	Jul 98	Jun 98	Jul 98
	97	98	98	98	99	99	a	a	a	a	a	a
						Jul 99	Jul 99	Jun 99	Jul 99	Jun 99	Jul 99	
<b>1. M1</b>	<b>325.4</b>	<b>325.9</b>	<b>328.2</b>	<b>387.9</b>	<b>383.6</b>	<b>390.7</b>	<b>62.5</b>	<b>2.8</b>	<b>0.3</b>	<b>1.7</b>	<b>0.1</b>	<b>0.4</b>
2. Captación de bancos residentes en el país de depósitos de residentes del país	604.0	643.8	658.7	761.9	790.7	814.4	155.7	52.5	4.6	5.6	1.9	2.4
3. Valores del Gobierno Federal en poder de residentes del país (Incluyendo Siefiores)	187.2	265.3	273.7	297.4	397.2	407.1	133.4	109.7	27.5	27.1	4.7	4.7
4. Valores emitidos por entidades privadas residentes en el país en poder de residentes del país	57.4	65.5	65.9	73.0	72.1	71.4	5.5	-1.6	-6.3	-7.5	-0.3	-0.3
5. Fondos para el retiro excluyendo Siefiores	121.2	126.2	126.9	135.9	156.1	161.5	34.6	25.6	5.4	8.8	0.4	0.7
<b>6. M2=(1+2+3+4+5)</b>	<b>1295.1</b>	<b>1426.8</b>	<b>1453.4</b>	<b>1656.1</b>	<b>1799.6</b>	<b>1845.1</b>	<b>391.7</b>	<b>189.0</b>	<b>7.4</b>	<b>8.5</b>	<b>6.9</b>	<b>7.9</b>
7. Captación de bancos residentes en el país de depósitos de residentes del exterior	5.1	6.8	5.8	4.3	5.7	5.0	-0.8	0.8	-28.9	-26.3	-0.1	-0.1
8. Valores del Gobierno Federal en poder de residentes del exterior	25.3	26.4	30.1	22.8	18.4	18.1	-12.0	-4.7	-40.7	-48.7	-0.7	-1.0
<b>9. M3=(6+7+8)</b>	<b>1325.6</b>	<b>1460.0</b>	<b>1489.3</b>	<b>1683.2</b>	<b>1823.7</b>	<b>1868.2</b>	<b>378.9</b>	<b>185.0</b>	<b>6.4</b>	<b>7.2</b>	<b>6.1</b>	<b>6.8</b>
10. Captación de sucursales y agencias de bancos mexicanos en el exterior de depósitos de residentes del país	41.4	38.1	37.0	41.6	36.4	35.7	-1.3	-5.9	-18.6	-17.5	-0.5	-0.4
11. Captación de sucursales y agencias de bancos mexicanos en el exterior de depósitos de residentes del exterior	38.4	45.5	40.5	44.3	41.2	43.0	2.5	-1.3	-23.0	-9.3	-0.7	-0.2
<b>12. M4=(9+10+11)</b>	<b>1405.4</b>	<b>1543.6</b>	<b>1566.8</b>	<b>1769.0</b>	<b>1901.3</b>	<b>1946.9</b>	<b>380.1</b>	<b>177.9</b>	<b>4.9</b>	<b>6.2</b>	<b>4.9</b>	<b>6.2</b>

El análisis de los agregados monetarios requiere de la identificación de los factores que determinan su comportamiento, finalidad para la cual resultan de utilidad las técnicas econométricas. Del estudio relativo al agregado monetario M2, destacan las siguientes conclusiones: i) en el último trimestre de 1998 y el primero de 1999, disminuyó la contribución de la actividad económica al crecimiento de dicho agregado, no obstante el ligero aumento de éste durante el segundo trimestre de 1999; ii) un mayor incentivo a ahorrar inducido por la elevación que han experimentado las tasas de interés desde finales de 1998 ha contribuido de manera creciente a la expansión de M2; y iii) el efecto negativo de la incertidumbre económica, medido por la volatilidad cambiaria, ha decrecido continuamente desde el cuarto trimestre de 1998 (ver Gráfica 29).

**Gráfica 28 Evolución del Saldo de los Activos Financieros Internos**  
Índice enero 1998=100



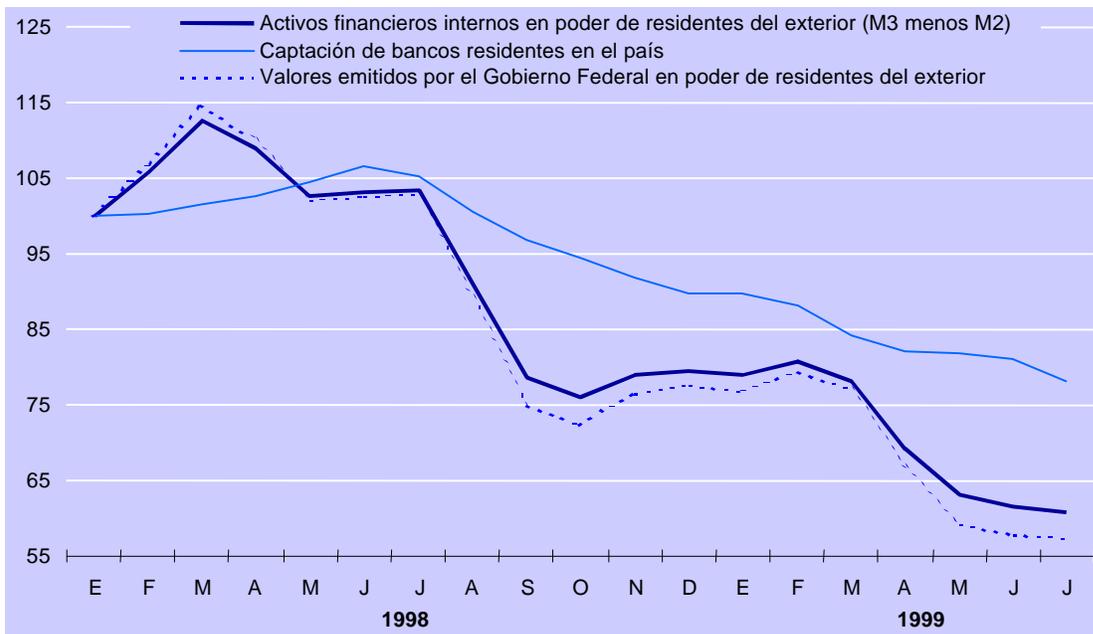
**Gráfica 29 Comportamiento del Agregado Monetario M2**  
Variación real anual



En adición a todos los instrumentos contenidos en M2, el agregado monetario M3 incorpora activos financieros internos que se encuentran en poder de no residentes. Desde julio de 1998, y en respuesta a los problemas que enfrentaron diversos mercados emergentes, la inversión de no residentes en instrumentos financieros internos ha disminuido significativamente, pasando de un saldo de 4,023 millones de dólares en dicha fecha a 2,461 millones en julio de 1999. Esto se explica por la reducción tanto de la captación bancaria como de la tenencia de valores gubernamentales, las cuales disminuyeron respectivamente 26.3 y 48.7 por ciento en términos reales a julio de 1999, con respecto a los niveles del mismo mes de 1998 (ver Gráfica 30).

**Gráfica 30** **Tendencia del Saldo de los Activos Financieros Internos en Poder de Residentes del Exterior**

Índice enero de 1998=100

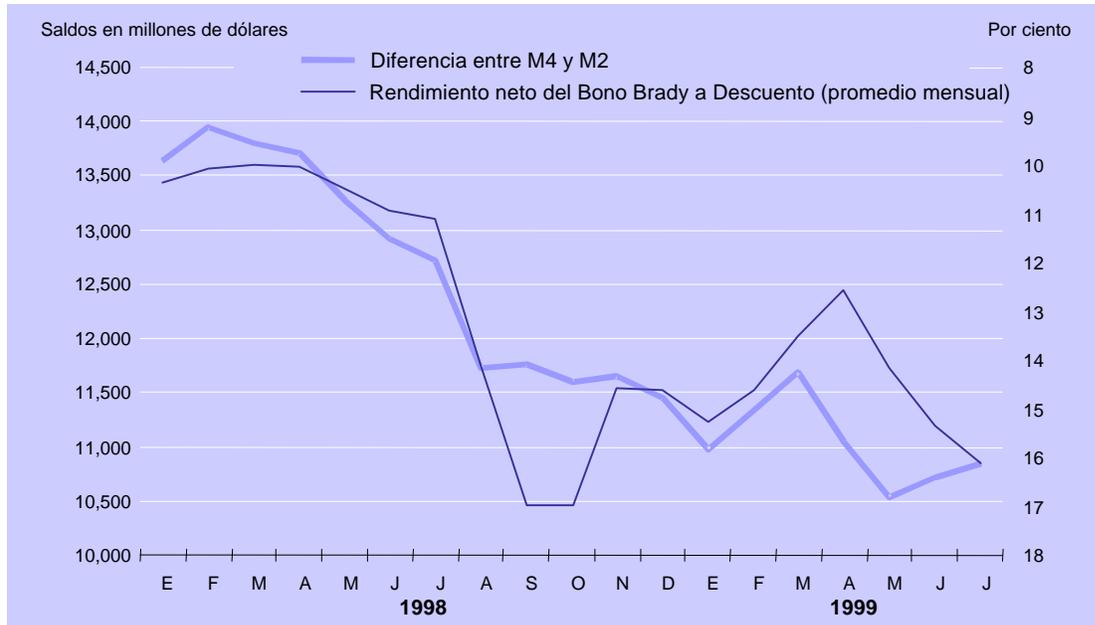


Finalmente, como se ha dicho, el agregado M4 también incluye la captación que realiza la banca mexicana a través de sus agencias en el exterior, ya sea que provenga de residentes o de no residentes. Al igual que los componentes del ahorro financiero por parte de residentes en el exterior incluidos en M3, desde el año pasado la captación de la banca mexicana a través de sus agencias en el exterior se ha contraído al pasar de un saldo de 9,248 millones de dólares en junio de 1998 a 8,389 millones en julio de 1999. Como es obvio, lo anterior ha reducido el dinamismo del agregado monetario

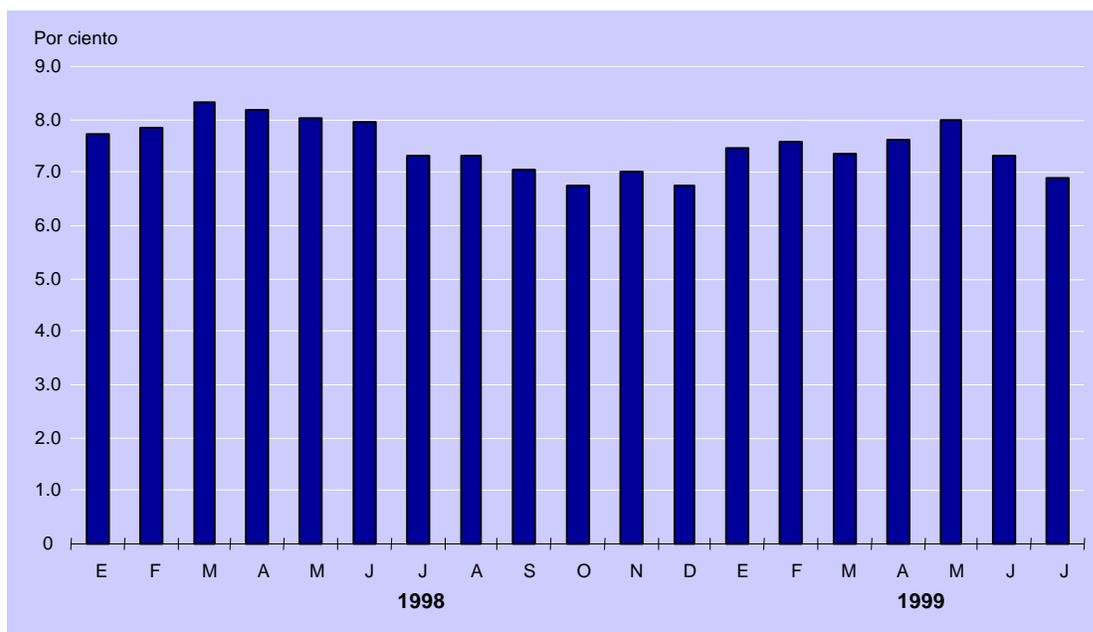
amplio M4. De hecho, del crecimiento real anual de M4 a julio del presente año (6.2 por ciento), el ahorro de residentes en activos financieros internos contribuyó con 7.9 puntos porcentuales, mientras que el ahorro de no residentes en el mercado interno y la captación de agencias tuvieron de manera conjunta una aportación negativa de 1.7 puntos porcentuales (ver Cuadro 19). Entre los factores que explican el desempeño de estos últimos rubros destaca la evolución de la prima de riesgo país. Como puede observarse en la Gráfica 31, la diferencia entre M4 y M2 (ahorro financiero interno de no residentes y captación de agencias) está claramente influenciada por el rendimiento neto de los bonos Brady.

Los agregados anteriores incluyen solamente al ahorro financiero del sector privado. Así, como ya se señaló, para considerar el ahorro del sector público, se cuenta con una versión ampliada de los agregados presentados (M1a, M2a, M3a y M4a). Del análisis de dichos indicadores cabe destacar, sobre todo, que el ahorro financiero público como proporción de M4a se ha mantenido relativamente constante a lo largo del año (ver Gráfica 32).

**Gráfica 31 Rendimiento Neto del Bono Brady a Descuento para México y la diferencia entre M4 y M2**



Gráfica 32

Ahorro Financiero del Sector Público<sup>1/</sup> como proporción de M4a

1/ Medido como M4a menos M4, e incluye el ahorro del Gobierno Federal, empresas y organismos públicos, gobiernos estatales y municipales, gobierno del Distrito Federal y fideicomisos oficiales de fomento.

### III.5.4. Financiamiento al Sector Privado

Desde finales de 1994, la banca comercial ha reducido sensiblemente su derrama de crédito. Así, como se puede apreciar en la Gráfica 33, a julio de 1999 el saldo del financiamiento total de la banca comercial equivalía en términos reales al 61 por ciento del registrado en diciembre de 1994.

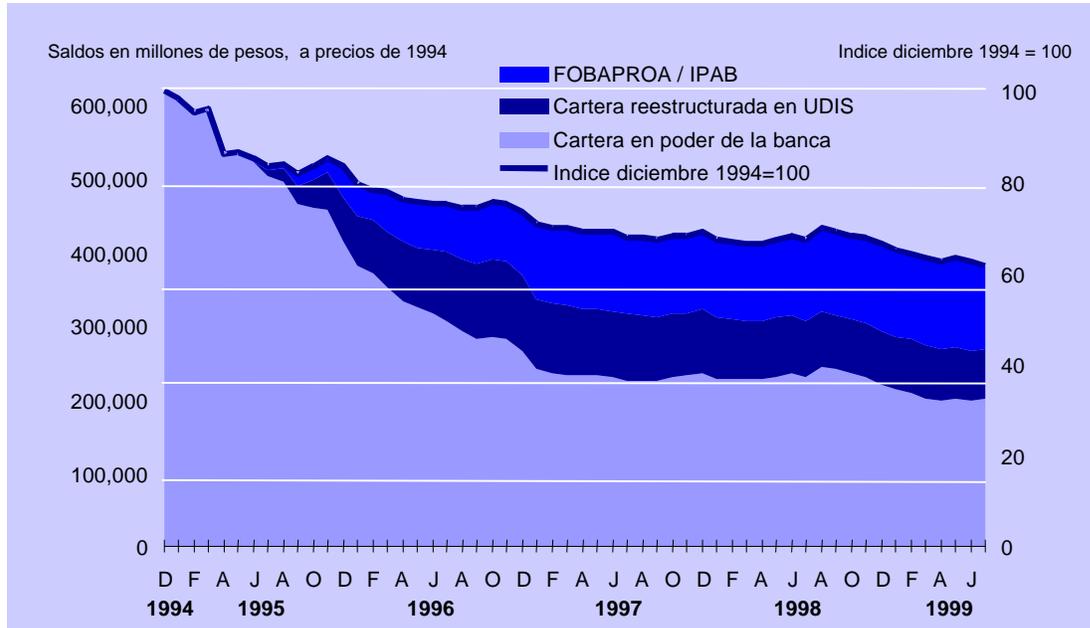
La contracción en términos reales del saldo del financiamiento de la banca comercial se ha recrudecido desde septiembre de 1998. Así, la cartera propia<sup>10</sup> de la banca comercial pasó de un crecimiento real anual de 8.7 por ciento en agosto de 1998 a una caída de 13.8 por ciento en julio de 1999. También la cartera reestructurada en Udis experimentó una disminución del 12 por ciento en términos reales anuales al mes de julio. La reducción del financiamiento en cartera propia y el incremento de los títulos a cargo del Fobaproa/IPAB ha ocasionado que esos valores representen a julio de 1999 el 29.8 por ciento del financiamiento total canalizado por la banca comercial, siendo que en enero de 1997 representaban tan sólo el 23.5 por ciento.

10 En la cartera propia no se incluyen los títulos a cargo del Fobaproa/IPAB y los Cetes especiales en poder de la banca.

Gráfica 33

**Financiamiento Canalizado por la Banca Comercial al Sector No Bancario**

Saldos en millones de pesos, a precios de 1994



Cuadro 20

**Financiamiento Interno Canalizado por la Banca Comercial al Sector no Bancario <sup>1</sup>**

Miles de millones de pesos

	Saldos				Flujos		Var. por ciento real de los saldos Jul 99/ Jul 98
	Dic 97	Jul 98	Dic 98	Jul 99	Jul 98 a Jul 99	Dic 98 a Jul 99	
	<b>Financiamiento Interno por Tipo de Cartera</b>	<b>990.3</b>	<b>1,054.9</b>	<b>1,127.4</b>	<b>1,121.8</b>	<b>66.9</b>	
<b>1. Cartera Propia con el Sector No Bancario</b>	<b>543.2</b>	<b>581.9</b>	<b>602.0</b>	<b>587.4</b>	<b>5.5</b>	<b>-14.6</b>	<b>-13.8</b>
1.a Sector privado <sup>2/</sup>	499.1	533.1	539.5	533.4	0.3	-6.1	-14.5
1.b Estados y municipios	9.7	9.3	14.0	9.0	-0.3	-5.0	-17.3
1.c Sector público no financiero	34.4	39.5	48.5	45.0	5.5	-3.5	-2.7
<b>2. Títulos a Cargo de FOBAPROA <sup>3/</sup></b>	<b>245.9</b>	<b>279.1</b>	<b>325.5</b>	<b>334.8</b>	<b>55.7</b>	<b>9.3</b>	<b>2.5</b>
<b>3. CETES Especiales (Reestructuras en Udis) <sup>4/</sup></b>	<b>201.2</b>	<b>193.9</b>	<b>199.9</b>	<b>199.6</b>	<b>5.7</b>	<b>-0.3</b>	<b>-12.0</b>
3.a Por cartera traspasada del sector privado	173.8	168.1	172.0	170.2	2.1	-1.8	-13.5
3.b Por cartera traspasada de estados y municipios	27.4	25.8	27.9	29.4	3.6	1.5	-2.6
<b>Financiamiento Interno al Sector no Bancario</b>	<b>990.3</b>	<b>1,054.9</b>	<b>1,127.4</b>	<b>1,121.8</b>	<b>66.9</b>	<b>-5.6</b>	<b>-9.1</b>
<b>4. Financiamiento al Sector Privado (1.a +2 +3.a) <sup>5/</sup></b>	<b>918.8</b>	<b>980.3</b>	<b>1,037.0</b>	<b>1,038.4</b>	<b>58.1</b>	<b>1.4</b>	<b>-9.5</b>
<b>5. Financiamiento a Estados y Municipios (1.b+3.b)</b>	<b>37.1</b>	<b>35.1</b>	<b>41.9</b>	<b>38.4</b>	<b>3.3</b>	<b>-3.5</b>	<b>-6.5</b>
<b>6. Financiamiento al Sector Público No Financiero (1.c)</b>	<b>34.4</b>	<b>39.5</b>	<b>48.5</b>	<b>45.0</b>	<b>5.5</b>	<b>-3.5</b>	<b>-2.7</b>

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.

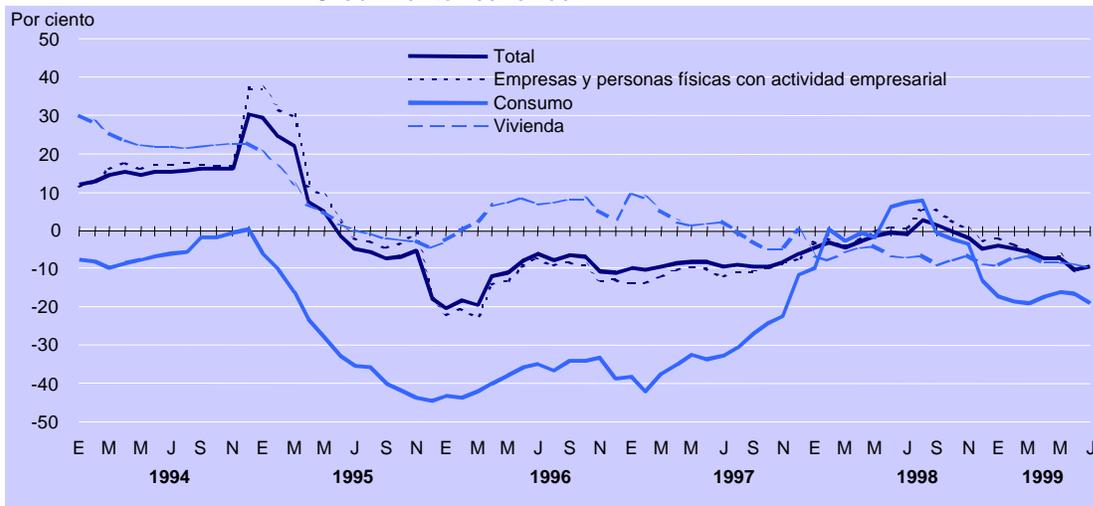
5 Incluye crédito y valores en poder de la banca comercial, más cartera cedida a FOBAPROA, más cartera traspasada a los fideicomisos Udis.

Para analizar la evolución del financiamiento de la banca comercial, es aconsejable excluir a los bancos intervenidos y en situación especial, ya que su comportamiento puede responder a criterios distintos a los de la práctica bancaria normal. Con apoyo en esta consideración, la Gráfica 34 muestra que el componente del financiamiento total que más se ha contraído es el correspondiente al crédito al consumo, siendo el de los créditos empresariales el que evidencia una menor caída.

La actividad de la banca comercial como intermediario del ahorro del sector privado ha disminuido, de manera que el saldo de sus activos totales como proporción del PIB pasó de 82.5 a 60 por ciento de diciembre de 1994 a junio de 1999. Adicionalmente, el incremento del diferencial entre las tasas de interés activas y pasivas (ver Gráfica 35) de la banca comercial sugiere en primera instancia un incremento en el riesgo de sus operaciones activas, así como una intermediación financiera menos eficiente y reticencia para otorgar financiamiento. De acuerdo con una encuesta mensual que el Banco de México levanta con los principales bancos comerciales, los factores que mayormente han afectado la oferta de crédito son los siguientes: i) problemas de pago de deudores; ii) incertidumbre legal y dificultad para ejercer las garantías de los créditos; y iii) una menor tolerancia al riesgo.

**Gráfica 34** **Financiamiento Otorgado por la Banca Comercial al Sector Privado No Bancario, con Exclusión de los Bancos Intervenidos y en Situación Especial 1/**

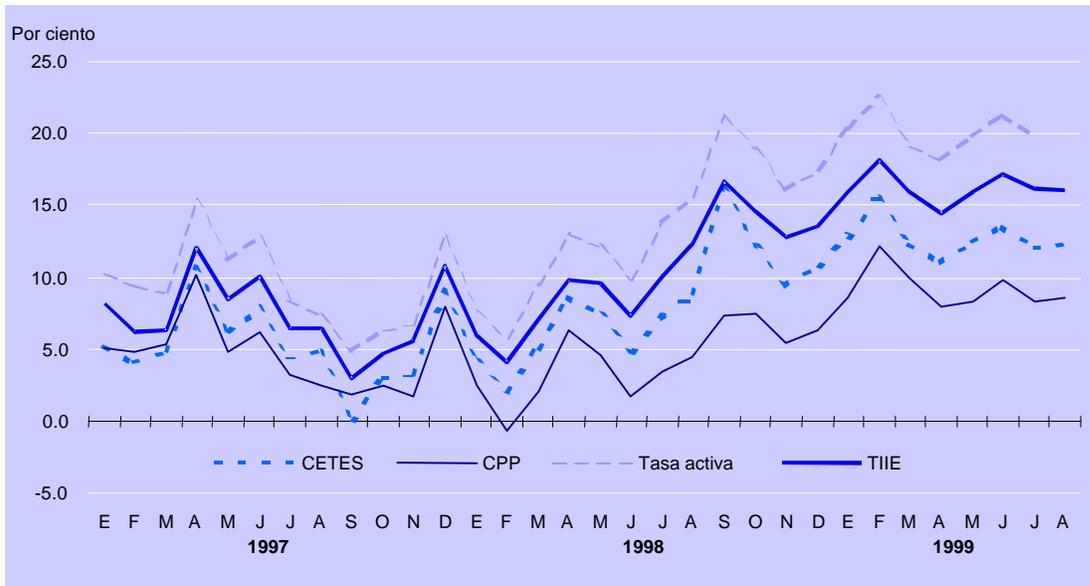
Crecimiento real anual



1/ Las cifras reportadas incluyen la cartera vigente, la cartera redescontada, los intereses devengados y la cartera traspasada a FOBAPROA y a los fideicomisos creados para administrar los créditos reestructurados en Udis.

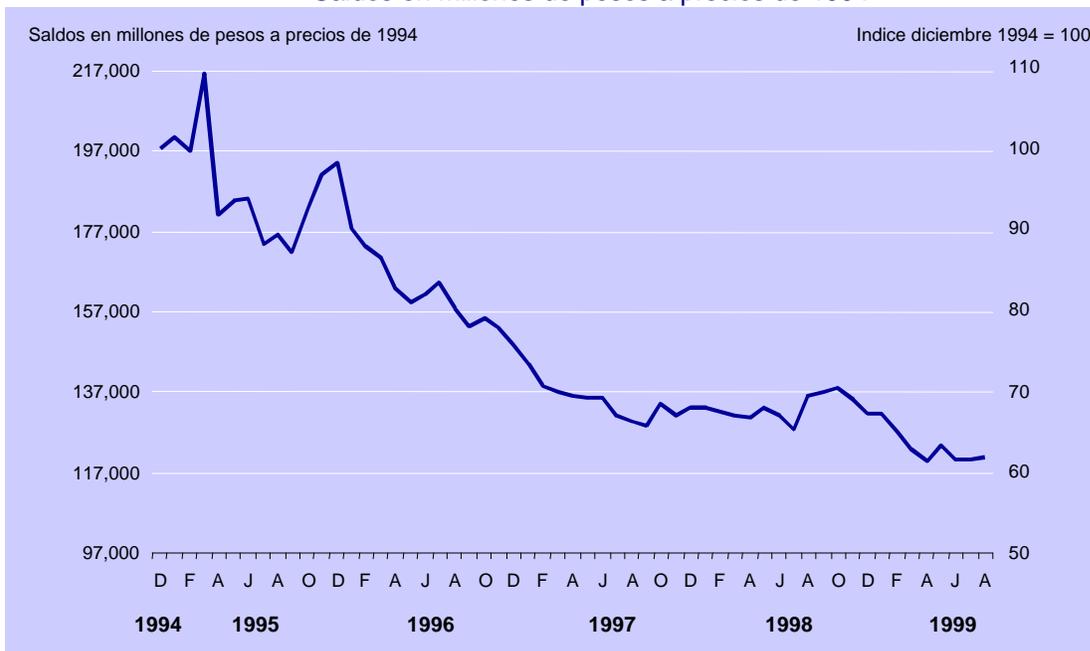
Al igual que el crédito de la banca comercial, también el financiamiento de la banca de desarrollo se ha contraído. Así, a julio de 1999 dicho concepto ascendía en términos reales a tan sólo el 61.6 por ciento del saldo de financiamiento total vigente en diciembre de 1994 (ver Gráfica 36).

**Gráfica 35 Tasas de Interés Reales (Series Desestacionalizadas) <sup>1/</sup>**



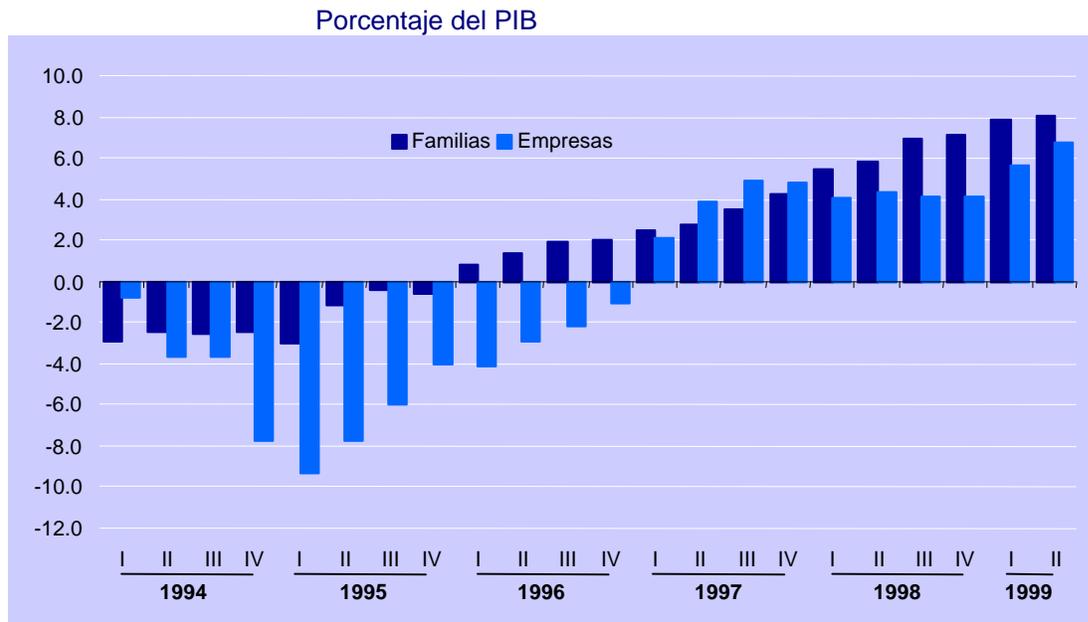
<sup>1/</sup> Última observación: agosto de 1999, para la tasa activa corresponde a julio de 1999.

**Gráfica 36 Financiamiento de la Banca de Desarrollo al Sector no Bancario**  
Saldos en millones de pesos a precios de 1994



El crecimiento del ahorro financiero, reflejado en el comportamiento de los agregados monetarios descritos en la sección anterior, en especial por lo que respecta al ahorro financiero de residentes (M2) y lo deprimido que ha permanecido el financiamiento de la banca interna ha ocasionado que tanto las empresas como las familias mantengan una posición neta acreedora respecto del sistema financiero interno (ver Gráfica 37).

**Gráfica 37 Posición Neta Acreedora (+) o Deudora (-) de Empresas y Familias con el Sistema Financiero Interno**



No obstante lo señalado, es importante destacar que la reducción del financiamiento tanto de la banca comercial como de la de desarrollo ha sido parcialmente compensada por otras fuentes alternativas de crédito. Un cálculo trimestral aproximado de la magnitud de dichas fuentes se presenta en el Cuadro 21, el cual muestra que de diciembre de 1994 a junio de 1999, el saldo del financiamiento no bancario y del exterior ha pasado, como proporción del financiamiento total, de 27.1 a 38.4 por ciento. Esta sustitución del financiamiento bancario es especialmente evidente en el crédito al consumo. Como se observa en el Cuadro 21, este tipo de crédito bancario presentó a junio una caída anual en términos reales de 16.6 por ciento. Sin embargo, las necesidades de financiamiento correspondientes han sido cubiertas, al menos en parte, por otros medios. De lo anterior se ha derivado que el financiamiento no bancario al consumo haya pasado como proporción del saldo del financiamiento total a dicha actividad de 4.1

en diciembre de 1994 a 28.5 por ciento en junio de 1999 (ver Cuadro 21).

**Cuadro 21**

**Financiamiento al Sector Privado: Bancario y de Fuentes Alternativas**

Saldos en millones de pesos de 1994, porcentajes del total y tasas de crecimiento real anual

Financiamiento Total			Crédito al Consumo			Crédito a la Vivienda			Fin. a Empresas y Personas Físicas con Actividad Empresarial 3/ 4/ 5/					
Total	No Bancario	Bancario	Total	No Bancario 1/	Bancario	Total	No Bancario 2/	Bancario	Total	No Bancario	Bancario	Memorándum		
												Financ. del Exterior	Financ. de Uniones de Crédito	
<b>Dic. 1994</b>														
Saldo real	806,341	218,751	587,590	44,909	1,844	43,065	103,105	1,917	101,188	658,327	214,990	443,337	126,837	12,333
% del total	100.0	27.1	72.9	5.6	4.1	95.9	12.8	1.9	98.1	81.6	32.7	67.3	19.3	1.9
<b>Dic. 1995</b>														
Saldo real	706,401	216,196	490,205	25,768	2,135	23,633	106,417	1,189	105,228	574,216	212,872	361,343	135,370	10,203
% del total	100.0	30.6	69.4	3.6	8.3	91.7	15.1	1.1	98.9	81.3	37.1	62.9	23.6	1.8
Var. real anual	-12.4	-1.2	-16.6	-42.6	15.8	-45.1	3.2	-38.0	4.0	-12.8	-1.0	-18.5	6.7	-17.3
<b>Dic. 1996</b>														
Saldo real	630,595	193,546	437,049	18,144	3,771	14,373	105,934	2,654	103,280	506,517	187,121	319,396	119,232	8,002
% del total	100.0	30.7	69.3	2.9	20.8	79.2	16.8	2.5	97.5	80.3	36.9	63.1	23.5	1.6
Var. real anual	-10.7	-10.5	-10.8	-29.6	76.6	-39.2	-0.5	123.2	-1.9	-11.8	-12.1	-11.6	-11.9	-21.6
<b>Dic. 1997</b>														
Saldo real	610,972	200,852	410,120	18,502	4,440	14,062	101,366	3,213	98,153	491,103	193,198	297,905	124,112	8,913
% del total	100.0	32.9	67.1	3.0	24.0	76.0	16.6	3.2	96.8	80.4	39.3	60.7	25.3	1.8
Var. real anual	-3.1	3.8	-6.2	2.0	17.8	-2.2	-4.3	21.1	-5.0	-3.0	3.2	-6.7	4.1	11.4
<b>Dic. 1998</b>														
Saldo real	630,406	232,417	397,988	17,223	4,390	12,833	98,254	4,975	93,279	514,928	223,052	291,876	144,379	8,634
% del total	100.0	36.9	63.1	2.7	25.5	74.5	15.6	5.1	94.9	81.7	43.3	56.7	28.0	1.7
Var. real anual	3.2	15.7	-3.0	-6.9	-1.1	-8.7	-3.1	54.8	-5.0	4.9	15.5	-2.0	16.3	-3.1
<b>Mar. 1999</b>														
Saldo real	600,995	220,110	380,885	15,744	3,969	11,775	97,648	5,396	92,251	487,603	210,745	276,859	135,046	8,847
% del total	100.0	36.6	63.4	2.6	25.2	74.8	16.2	5.5	94.5	81.1	43.2	56.8	27.7	1.8
Var. real anual	-0.4	7.9	-4.6	-8.8	5.1	-12.7	-1.7	54.2	-3.7	0.2	7.1	-4.5	3.1	2.7
<b>Jun. 1999</b>														
Saldo real	602,931	231,301	371,630	16,201	4,613	11,588	96,742	5,410	91,332	489,988	221,278	268,710	133,647	9,141
% del total	100.0	38.4	61.6	2.7	28.5	71.5	16.0	5.6	94.4	81.3	45.2	54.8	27.3	1.9
Var. real anual	-2.6	8.2	-8.3	-10.0	12.5	-16.6	-5.6	35.0	-7.3	-1.7	7.6	-8.2	-2.9	8.3

- 1/ El crédito no bancario al consumo corresponde al que otorgan distintas tiendas departamentales a través de sus propias tarjetas de crédito emitidas a favor de particulares. Se consideran las siguientes empresas incluyendo a sus filiales: El Palacio de Hierro, El Puerto de Liverpool, Elektra, Salinas y Rocha, SEARS y Soriana.
- 2/ La fuente de esta información es la estadística de recursos y obligaciones de las sociedades de ahorro y préstamo (SAPS), de las sociedades financieras de objeto limitado (SOFOLIS) y de las instituciones de seguro.
- 3/ La fuente de información del financiamiento bancario es la estadística de recursos y obligaciones y la relación de responsabilidades de bancos comerciales y bancos de desarrollo, correspondiendo particularmente al renglón de crédito otorgado al sector privado del país. Incluye cartera vigente, vencida, intereses devengados, descontada, reedescotada en Udis y la asociada a Fobaproa. La información de crédito no bancario tiene como fuentes: los balances de 171 empresas, consolidadas con sus filiales, que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, en particular los renglones de pasivos registrados con proveedores nacionales y extranjeros y papel bursátil y la estadística de recursos y obligaciones de las SOFOLES, de las arrendadoras financieras, de las empresas de factoraje y de las instituciones de seguros (para todos estos intermediarios se presenta el financiamiento neto de los pasivos que mantengan con bancos comerciales, de desarrollo y fideicomisos de fomento).
- 4/ La fuente de información del financiamiento de bancos del extranjero es la encuesta de pasivos contraídos por empresas no financieras con estas instituciones.
- 5/ La información se obtiene de los balances de las uniones de crédito, en particular el concepto de préstamos otorgados. A partir de 1996 las cifras reportadas incluyen la cartera en Fideliq.

A pesar de la importante caída que ha experimentado el financiamiento bancario, las fuentes de financiamiento totales en la economía han crecido en términos reales desde 1998. Ello es lo que ha permitido reconciliar el positivo desempeño que ha tenido la

actividad económica con un financiamiento decreciente por parte de la banca. Destaca en particular el incremento anual de 7.6 por ciento en términos reales que ha tenido a junio de 1999 el saldo del financiamiento no bancario y del exterior a empresas y personas físicas con actividad empresarial, mientras que el canalizado por la banca comercial y de desarrollo cayó 8.2 por ciento. De igual manera, el crecimiento anual del financiamiento no bancario al consumo y a la vivienda avanzó a junio del presente año 12.5 y 35 por ciento respectivamente en términos reales.

La sustitución del financiamiento bancario por otras fuentes no bancarias también puede apreciarse en las respuestas a la encuesta que el Banco de México recaba entre aproximadamente 500 empresas de diferentes tamaños en todo el país. El Cuadro 22 recoge las preguntas y respuestas más relevantes de dichas encuestas.

Las conclusiones más importantes que se desprenden de dicho cuadro son las siguientes:

- (a) la mayoría de las empresas no ha utilizado el crédito bancario. En particular, las empresas pequeñas y medianas reportan haber recurrido en menor medida a este tipo de crédito;
- (b) el crédito de proveedores continuó siendo la forma de financiamiento más ampliamente utilizada por las empresas, en especial por las pequeñas y medianas;
- (c) las principales razones aducidas por las empresas encuestadas para no utilizar financiamiento bancario fueron, por orden de importancia, las siguientes: i) las elevadas tasas de interés; ii) la reticencia exhibida por la banca para extender crédito; y iii) la incertidumbre sobre la situación económica (aunque para el segundo trimestre de 1999 este elemento ha disminuido sensiblemente en importancia);
- (d) las empresas que utilizaron crédito bancario durante 1999 lo han destinado principalmente a capital de trabajo.

**Cuadro 22**

**Resultados Trimestrales de las Encuestas de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio 1/**

Porcentaje de respuesta

	1998					1999					
	IV					I			II		
	Total	Por tamaño de empresa 2/				Total	Por tamaño de empresa 2/				
		Chicas	Medianas	Grandes	AAA		Chicas	Medianas	Grandes	AAA	
<b>Utilizaron crédito</b>	38.3	33.3	25.2	33.5	45.7	50.0	38.1	28.1	39.6	51.9	54.2
Para capital de trabajo	58.5	61.6	63.6	61.3	61.3	54.5	56.3	57.3	54.1	56.1	66.7
Para reestructuración de pasivos	10.6	9.4	5.5	8.0	12.9	18.2	15.9	13.3	17.3	17.1	13.3
Para operaciones de comercio exterior	7.4	5.4	1.8	4.0	9.7	9.1	7.8	6.7	6.1	9.8	13.3
Para inversión	19.8	18.7	25.5	18.7	12.9	18.2	14.8	20.0	13.3	13.4	6.7
Otros propósitos	3.7	4.9	3.6	8.0	3.2	0.0	5.2	2.7	9.2	3.6	0.0
<b>No utilizaron crédito</b>	61.7	66.7	74.8	66.5	54.3	50.0	61.9	71.9	60.4	48.1	45.8
Por altas tasas de interés	31.6	34.6	31.6	33.3	40.7	52.4	33.0	29.1	36.2	37.1	45.5
Problemas de demanda por sus productos	3.7	3.7	4.2	4.5	1.4	0.0	4.3	4.8	3.9	4.3	0.0
Negativa de la banca	17.9	19.9	21.3	19.1	18.6	19.0	20.1	21.7	18.4	20.0	9.1
Incertidumbre sobre la situación económica	19.7	14.7	15.5	11.5	18.6	19.0	11.9	12.6	12.5	8.6	9.1
Problemas de reestructuración financiera	8.8	9.4	10.3	9.4	9.0	0.0	11.7	10.9	12.5	12.9	9.1
Rechazo de solicitudes	4.1	3.1	2.3	4.9	2.1	0.0	3.5	4.3	2.6	1.4	9.1
Por informes del buró de crédito	59.4	28.0	14.3	28.6	50.0	0.0	41.2	63.6	0.0	0.0	0.0
Por el desinterés de la banca en el proyecto	40.6	72.0	85.7	71.4	50.0	0.0	58.8	36.4	100.0	100.0	100.0
Cartera vencida	6.6	5.8	5.8	6.9	4.1	0.0	7.1	6.5	7.9	7.1	9.1
Problemas para competir en el mercado	5.0	4.5	5.2	5.2	2.8	0.0	3.2	3.9	2.0	4.3	0.0
Otros	2.6	4.3	3.8	5.2	2.7	9.6	5.2	6.2	4.0	4.3	9.0
<b>Fuentes de financiamiento</b>	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Proveedores	47.3	49.7	57.7	51.9	38.9	22.2	47.4	58.0	48.6	33.1	23.3
Bancos comerciales	24.6	21.0	19.2	20.5	22.9	29.6	26.7	21.8	27.3	31.1	40.0
Bancos extranjeros	6.8	6.7	2.3	6.2	9.9	29.6	7.3	2.9	6.4	13.2	20.0
Otras empresas del grupo corporativo	12.1	14.1	14.1	14.3	16.0	3.7	12.1	11.5	13.2	12.6	6.7
Bancos de desarrollo	3.8	4.0	3.8	3.8	3.8	7.4	2.5	2.5	3.2	1.3	3.3
Otros pasivos	1.8	1.9	1.0	1.4	3.9	3.8	1.4	0.0	0.4	4.7	3.4
Oficina matriz	3.6	2.6	1.9	1.9	4.6	3.7	2.6	3.3	0.9	4.0	3.3
<b>Solicitará créditos en los próximos 3 meses</b>	49.9	55.3	53.0	53.5	60.0	72.2	52.5	49.3	48.4	63.0	66.7
<b>Empresas que otorgaron algún tipo de financiamiento</b>							71.9	73.3	73.4	67.6	66.7
A Clientes	-	-	-	-	-	-	77.2	84.2	76.2	71.1	52.2
A Proveedores	-	-	-	-	-	-	11.3	9.8	12.2	12.2	13.0
A Empresas del Grupo	-	-	-	-	-	-	10.7	5.4	10.5	15.6	34.8
A Otros	-	-	-	-	-	-	0.8	0.6	1.1	1.1	0.0
<b>Plazo prom. del financiamiento en días</b>											
Clientes	-	-	-	-	-	-	41	41	37	40	69
Proveedores	-	-	-	-	-	-	35	30	40	29	50
Empresas del Grupo	-	-	-	-	-	-	60	48	41	67	105

1/ Muestra con cobertura nacional de por lo menos 500 empresas.

2/ El tamaño de las empresas se determinó con base en el valor de ventas de 1997:

Chicas = 1-100 millones de pesos

Medianas = 101-500 millones de pesos

Grandes = 501-5000 millones de pesos

AAA = Más de 5000 millones de pesos

En la más reciente de dichas encuestas, levantada para el segundo trimestre del año, se adicionó un nuevo concepto con la finalidad de conocer las modalidades de financiamiento que ofrecen las propias empresas encuestadas. A este respecto, se encontró que el 71.9 por ciento de las mismas otorgó alguna clase de

financiamiento, destacando el concedido a sus clientes y siendo más común este tipo de prácticas entre las empresas pequeñas y medianas.

\* \* \*

A pesar de que la reducción del financiamiento bancario ha sido parcialmente compensada por otras fuentes de recursos, para que la economía crezca con mayor dinamismo es necesario que el sistema bancario fortalezca su operación crediticia. A este respecto cabe hacer las siguientes consideraciones:

- (a) por su organización y desarrollo institucional, el sistema bancario permite una más eficiente intermediación de los recursos entre ahorradores y demandantes de crédito;
- (b) la evolución reciente propicia el recrudecimiento de las diferencias entre empresas en cuanto a las oportunidades de financiamiento. Esto, en la medida en que las de mayor tamaño tienen acceso al financiamiento del exterior, mientras que las pequeñas y medianas dependen del financiamiento de la banca interna;
- (c) la situación actual conlleva una reducción en la flexibilidad de la oferta agregada de bienes y servicios, toda vez que las fuentes alternativas difícilmente permiten una adecuada canalización de recursos financieros en monto y plazo compatibles con las necesidades de las empresas;
- (d) menor posibilidad de que las familias tengan acceso a una amplia gama de bienes de consumo que pueden adquirirse mediante financiamiento.

Lo anterior pone de manifiesto la necesidad de redoblar esfuerzos para lograr la reactivación del crédito bancario. A este respecto, las nuevas reglas de capitalización expedidas por la SHCP robustecerán a estas instituciones y la aprobación de un nuevo ordenamiento en cuanto a las garantías crediticias favorecerá la recuperación del financiamiento bancario.

### **III.5.5. Flujo de Fondos**

Si bien la sección anterior analiza con cierto detalle el financiamiento disponible para el sector privado, en la misma no se contemplan de manera integral las fuentes y usos de recursos en

otros sectores de la economía<sup>11</sup>. Para ello, es de gran utilidad la matriz de flujo de fondos (Cuadro 23), ya que en ella se presenta el movimiento de recursos financieros entre los diferentes sectores de la economía, identificando si los sectores fueron oferentes o demandantes netos de recursos durante el periodo en cuestión.

Asimismo, la presentación matricial permite identificar de manera esquemática la dirección de los flujos financieros entre sectores. Sin embargo, para ese fin es necesario atender algunos lineamientos. Las columnas corresponden a los sectores considerados y los renglones a las diferentes transacciones financieras realizadas entre ellos. Los flujos financieros de cada sector están representados en tres columnas. La primera corresponde a la variación de los activos financieros del sector respectivo (uso de recursos). La segunda columna recoge la variación del financiamiento recibido por cada sector (fuente de recursos), ya sea por un mayor endeudamiento u otro tipo de pasivo que le permitió allegarse recursos financieros. La tercera columna presenta el movimiento neto de cada sector para cada tipo de instrumento financiero (financiamiento neto recibido). Finalmente, por construcción del cuadro, un signo positivo en el financiamiento neto recibido significa un endeudamiento para dicho sector, mientras que uno negativo equivale a un desendeudamiento.

Debido a que el financiamiento otorgado por un sector necesariamente es recibido por otros, la suma horizontal de las columnas de financiamiento neto recibido (tercera columna para cada sector) siempre debe ser cero. A su vez, las transacciones financieras (renglones) están clasificadas en internas y externas, lo cual permite identificar para cada sector el origen del financiamiento<sup>12</sup>.

---

11 Para propósito de este análisis, la economía se divide en cuatro sectores: i) el privado, constituido por las empresas, los particulares y otras instituciones financieras no bancarias; ii) el público no financiero, formado por el Gobierno Federal y los organismos y empresas públicos; iii) el bancario, que consolida a la banca comercial (incluyendo sus agencias en el exterior), la banca de desarrollo y al Banco de México; y iv) el externo, que comprende a todos los residentes del exterior que realizan transacciones financieras con la economía mexicana.

12 Las cifras de la matriz de flujo de fondos se presentan con base en flujos devengados revalorizados; es decir, se elimina el efecto de las fluctuaciones del tipo de cambio.

## Cuadro 23

Matriz de Flujo de Fondos del Sistema Financiero Institucional para el Periodo Enero-Junio de 1999 <sup>1/</sup>Flujos revalorizados en millones de pesos <sup>2/</sup>

	Sector privado residente del país <sup>3/</sup>			Sector público no financiero <sup>4/</sup>			Sector Bancario <sup>5/</sup>			Sector Externo		
	Uso de recursos	Fuente de recursos	Financ. neto recibido	Uso de recursos	Fuente de recursos	Financ. neto recibido	Uso de recursos	Fuente de recursos	Financ. neto recibido	Uso de recursos	Fuente de recursos	Financ. neto recibido
	(Activo)	(Pasivo)	c = b - a	(Activo)	(Pasivo)	f = e - d	(Activo)	(Pasivo)	i = h - g	(Activo)	(Pasivo)	l = k - j
	a	b		d	e		g	h		j	k	
1. Variación en instrumentos financieros internos (2 + 7 + 8 + 9)	132,153	73,180	-58,973	4,440	11,141	6,701	-22,767	29,220	51,987	-285		285
2. Instrumentos financieros	132,153		-132,153	4,504	57,755	53,251	-42,784	29,220	72,004	-6,898		6,898
3. Billetes y monedas	-4,940		4,940					-4,940	-4,940			
4. Instrumentos de captación bancaria	32,210		-32,210	4,504		-4,504		34,160	34,160	-2,553		2,553
5. Valores gubernamentales <sup>6/</sup>	101,701		-101,701		54,572	54,572	-42,784		42,784	-4,345		4,345
6. Fondos de pensión SAR e ISSSTE <sup>7/</sup>	3,183		-3,183		3,183	3,183						
7. Financiamiento del sector bancario <sup>5/</sup>		41,193	41,193		-46,614	-46,614	-5,421		5,421			
8. Mercado accionario		11,227	11,227				4,613		-4,613	6,613		-6,613
9. Otros conceptos del sistema financiero <sup>8/</sup>		20,761	20,761	-64		64	20,825		-20,825			
10. Variación en instrumentos financieros externos (11 + 12 + 13 + 14 + 15)	1,088	107,220	106,132	2,312	5,580	3,268	13,497	-38,490	-51,987	74,310	16,897	-57,414
11. Inversión extranjera directa		53,146	53,146							53,146		-53,146
12. Financiamiento del exterior		49,063	49,063		5,580	5,580		-38,490	-38,490	16,153		-16,153
13. Disponibilidades en el exterior	1,088		-1,088	2,312		-2,312	13,220		-13,220		16,620	16,620
14. Reserva Internacional del Banco de México							277		-277		277	277
15. Errores y Omisiones (Balanza de Pagos)		5,012	5,012							5,012		-5,012
16. Discrepancia Estadística <sup>9/</sup>		1,458	1,458							1,458		-1,458
17. Variación total en instrumentos financieros (1 + 10 + 16)	133,240	181,858	48,618	6,752	16,721	9,969	-9,270	-9,270	0	75,484	16,897	-58,587 <sup>10/</sup>

1/ Este ejercicio utiliza los criterios contables que entraron en vigor a partir de enero de 1997 (Comisión Nacional Bancaria, circular 1343), por lo cual los conceptos del presente cuadro pueden no coincidir con ejercicios anteriores.

2/ Excluye el efecto de la valuación de los saldos en moneda extranjera. Cifras preliminares. La suma de las partes puede no coincidir debido al redondeo.

3/ El sector privado incluye empresas, personas físicas e intermediarios financieros no bancarios.

4/ El sector público no financiero incluye al Gobierno Federal y a los organismos y empresas públicos.

5/ El sector bancario consolida al Banco de México, a la banca de desarrollo y a la banca comercial (incluyendo sus agencias en el exterior). Por construcción, este sector tiene una posición neta total de cero (renglón 17), por tratarse de intermediarios financieros. Para la consolidación de los flujos financieros del sector bancario, se utilizaron las estadísticas de recursos y obligaciones de la banca comercial y de la banca de desarrollo.

6/ Incluye la tenencia de valores por parte de empresas, particulares y SIEFORES en la columna del sector privado, y la tenencia de residentes del exterior en la columna del sector externo.

7/ Incluye los fondos para el retiro del ISSSTE y del IMSS en Banco de México.

8/ Incluye activos no clasificados, activos en bienes inmuebles y otros, así como cuentas de capital y de resultados del sector bancario.

9/ Diferencia existente entre la información financiera y la de balanza de pagos.

10/ Corresponde a la cuenta corriente reportada en la balanza de pagos. Un resultado negativo significa un financiamiento del sector externo a la economía doméstica (superávit para el sector externo), que es equivalente al déficit en cuenta corriente del país.

Los principales resultados que se pueden inferir de la matriz de flujo de fondos para el primer semestre de 1999 son los siguientes (ver Cuadro 23):

(a) la variación de la posición del sector privado en activos internos resultó acreedora por 58,973 millones de pesos. Por su parte, la variación en el mismo periodo de su posición neta

con el sector externo fue deficitaria por 106,132 millones. Esta diferencia refleja la disponibilidad que ha habido de recursos externos y la debilidad de la banca para canalizar ahorro al sector privado;

- (b) la tenencia de valores gubernamentales en poder del sector privado (incluyendo Siefors) se incrementó en 101,701 millones de pesos, de lo cual 53.7 por ciento correspondió a la emisión primaria y el resto a una menor tenencia por parte de los sectores externo y bancario consolidado. Esto último incluye la colocación de títulos de regulación monetaria por parte de Banco de México;
- (c) la variación en la posición neta del sector bancario consolidado con el sector externo registró un superávit por 51,987 millones de pesos. Dicho resultado se explica en un 74 por ciento por la reducción del financiamiento del exterior y en un 25.4 por ciento por un incremento de las disponibilidades externas;
- (d) el comportamiento mixto del sector externo en cuanto al mercado financiero interno. Por un lado, reducción en las tenencias de valores gubernamentales y de instrumentos de captación bancaria por ese sector (por 6,898 millones de pesos) y, por el otro, el incremento de sus recursos destinados al mercado accionario (6,613 millones);
- (e) considerando la variación total en instrumentos financieros entre los sectores analizados, el sector externo y, en particular, la inversión extranjera directa, fueron las principales fuentes de financiamiento para los sectores privado y público no financiero. El financiamiento total para el sector privado ascendió a 48,618 millones de pesos y el correspondiente al sector público no financiero sumó 9,969 millones.<sup>13</sup>

### III.5.6. Mercado de Valores

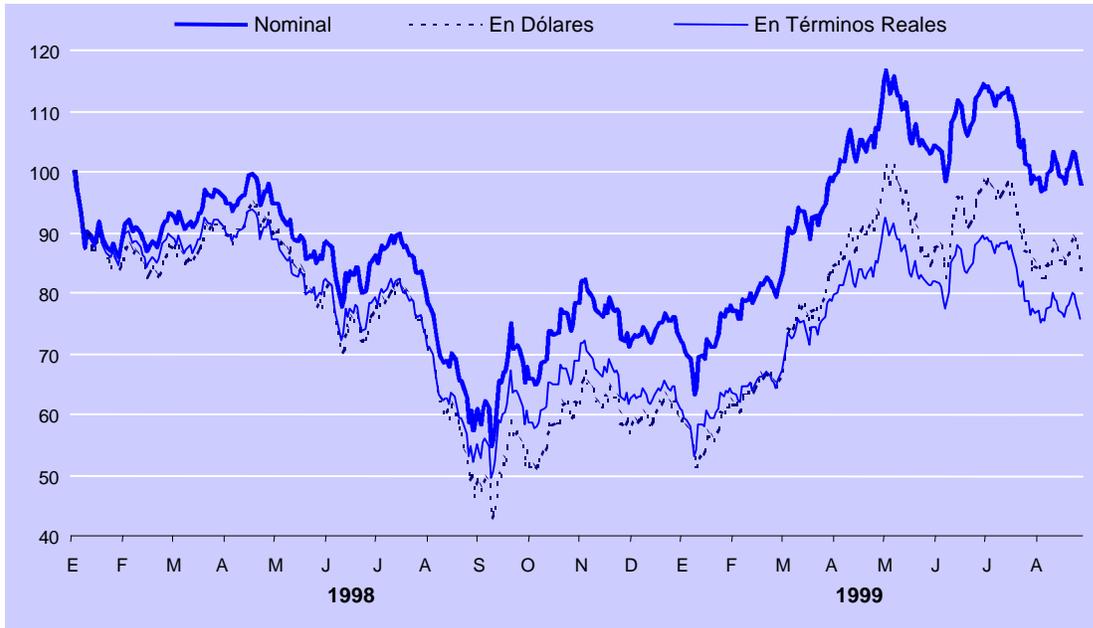
Durante 1998 el mercado bursátil mexicano tuvo un desempeño desfavorable, causado fundamentalmente por factores de origen externo. No obstante, durante los primeros ocho meses de

---

<sup>13</sup> La medición del flujo de financiamiento total al sector público no financiero incorpora las operaciones devengadas no pagadas o no cobradas. Por su parte, la SHCP presenta cifras que sólo consideran a las operaciones de caja, por lo que ambas mediciones no son comparables.

1999 ha registrado cierta recuperación. Así, en este último periodo el Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores (IPC) observó una expansión nominal de 28.5 por ciento, lo que representó un crecimiento de 18.4 por ciento en términos reales y de 35.1 por ciento en dólares (ver Gráfica 38).

**Gráfica 38 Comportamiento del Mercado Bursátil Mexicano <sup>1/</sup>**  
 Índice: 2 de enero 1998=100



<sup>1/</sup> Última observación : 31 de agosto de 1999.

Como se aprecia en el Cuadro 24, durante 1998 todos los componentes del IPC por sector de actividad económica mostraron contracciones significativas a precios constantes, en particular el sector de la construcción y de servicios. Pero esta situación se ha revertido durante los primeros ocho meses de 1999, observándose un crecimiento en prácticamente todos los rubros. Destaca en dicho desempeño la recuperación de los sectores de la construcción y de comunicaciones y transportes.

**Cuadro 24**

**Evolución del Índice de Precios de las Acciones Cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores**

Por Sector de Actividad Económica

	Variación real en por ciento	
	Dic. 1997	Dic. 1998
	a	a
	Dic. 1998	Ago. 1999
Índice General (IPC)	-36.2	18.4
Industria Extractiva	-25.3	14.3
Industria de Transformación	-30.6	-4.8
Industria de la Construcción	-50.6	44.0
Sector Comercio	-43.0	13.6
Comunicaciones y Transportes	-18.4	27.8
Sector Servicios	-50.4	20.1
Otros <sup>1/</sup>	-46.8	4.4

1/ Incluye principalmente empresas controladoras.

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores.

Entre los factores que mayor importancia han tenido en la recuperación del IPC se encuentran los siguientes: i) la mejoría del entorno externo, que se tradujo en mayor estabilidad en los mercados financieros internacionales; ii) una menor prima de riesgo por invertir en mercados emergentes; y iii) creciente optimismo respecto de los resultados que ha venido mostrando la economía nacional. En este sentido, el aumento de los precios del petróleo, la convergencia de la inflación interna con la meta oficial y la recuperación de la actividad económica han sido elementos determinantes para consolidar las expectativas sobre el buen desempeño de la economía y de los mercados nacionales. En la Gráfica 39 se puede apreciar que los factores antes descritos se han reflejado tanto en el comportamiento del IPC como en la percepción del riesgo país, medido éste último a través de la tasa de rendimiento del Bono Global colocado por el Gobierno Federal con vencimiento en el 2026. Todo lo anterior indujo la reactivación de la inversión extranjera canalizada a la Bolsa Mexicana de Valores, ya que después de un primer bimestre en que se observaron egresos netos (414.4 millones de dólares), de marzo a julio se han registrado importantes entradas de capital a ese mercado (1,345 millones).

Gráfica 39

### Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores y el Rendimiento del Bono Global 2026<sup>1/</sup>



1/ Última observación: 31 de agosto de 1999.

Al cierre de julio de 1999, el valor de las acciones en circulación ascendió a 1,110.4 miles de millones de pesos (118.4 miles de millones de dólares). Del cierre de 1998 a julio del presente año, las operaciones realizadas con instrumentos de renta variable en la Bolsa Mexicana de Valores ascendieron a 14,210 millones de títulos, lo que dio como resultado un promedio diario de 97.3 millones de títulos negociados. Dicho promedio fue superior al observado durante ese mismo periodo de 1998 (76.1 millones). El incremento de la bursatilidad de las acciones es una muestra más del favorable desempeño que ha tenido la Bolsa Mexicana de Valores durante el presente año.

Cabe destacar que el Mercado Mexicano de Derivados (MexDer) y su cámara de compensación denominada ASIGNA, empezaron sus operaciones el 15 de diciembre de 1998. En una primera etapa se inició con contratos estandarizados de futuros sobre la Tasa Interbancaria de Equilibrio a 28 días (TIIE), los Certificados de Tesorería de la Federación a 91 días, el dólar de los Estados Unidos, el IPC y paquetes accionarios. Al cierre de agosto de 1999 el interés abierto sobre los futuros intercambiados en el MexDer, en número de contratos, fue como sigue: 8,703 sobre el dólar estadounidense; 1,239 sobre el IPC; 6,826 sobre CETES a 91 días; 9,000 sobre la TIIE a 28 días y 739 sobre la totalidad de emisoras que tienen este tipo de contratos.

## **III.6. Inflación**

---

### **III.6.1. Entorno Inflacionario al Final de 1998**

A principios del segundo semestre de 1998 se revirtió la tendencia descendente de la inflación anual, iniciada en enero de 1996. Este repunte inflacionario fue resultado, en buena medida, de los siguientes factores: las fuertes presiones que sufrió la cotización de la moneda nacional derivadas de la caída de los precios del petróleo crudo; la inestabilidad de los mercados financieros internacionales; y un crecimiento inusual de los precios de las legumbres y frutas por factores climáticos adversos. Adicionalmente a lo anterior, el aumento de algunos precios públicos en noviembre, los incrementos del precio de la tortilla en septiembre y a finales de 1998, y la anticipación a diciembre de la entrada en vigor del incremento de los salarios mínimos para 1999, contribuyeron a deteriorar aún más la tendencia de la inflación anual.

Así, al cierre de 1998 la inflación anual llegó a 18.61 por ciento, a pesar de que durante ese año el Banco de México restringió repetidamente la política monetaria. Ante este entorno, el Banco Central estableció como lineamiento primordial para su programa monetario de 1999 contribuir a revertir la tendencia creciente de la inflación y alcanzar en diciembre una inflación anual de 13 por ciento. En medio de ese complicado contexto, cuando en noviembre de 1998 se dieron a conocer los Criterios Generales de Política Económica para 1999 y durante los meses inmediatos posteriores, la meta referida se percibía por sectores amplios de la opinión pública como un propósito ambicioso y quizá inalcanzable.

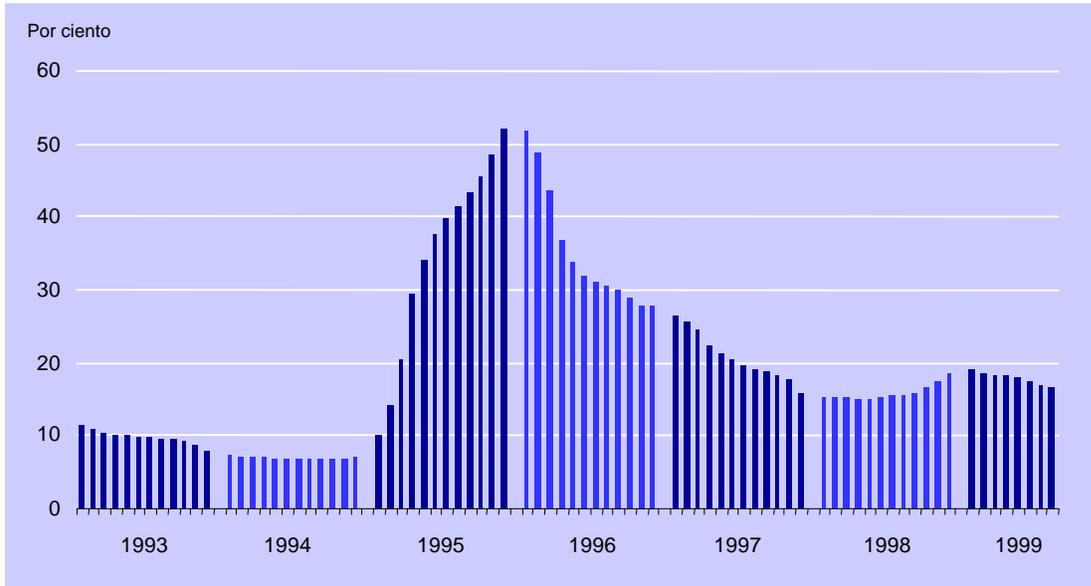
### **III.6.2. Evolución de los Precios al Consumidor en 1999**

El comportamiento de los precios durante enero de 1999 fue interpretado, por la mayoría de los agentes económicos, como una confirmación de que el turbulento entorno sería una barrera insuperable para la consecución del propósito estabilizador. De hecho, como consecuencia de la herencia inflacionaria de 1998, del impacto de la liberación del precio de la tortilla y de un nuevo crecimiento atípico de los precios de las legumbres y frutas, el incremento de los precios en enero de 1999 fue de 2.53 por ciento. Esta variación resultó superior a la ocurrida en el mismo mes del año anterior, que alcanzó 2.18 por ciento. Por su parte, el crecimiento anual del INPC llegó a esa fecha a 19.02 por ciento, la tasa anual más

alta desde agosto de 1997. Por tanto, hacia finales de enero, los analistas financieros elevaron sus expectativas de inflación para 1999 a niveles cercanos a 17 por ciento.

**Gráfica 40****Índice Nacional de Precios al Consumidor**

Variación porcentual anual



Sin embargo, de febrero a agosto, las perspectivas del entorno externo y de la economía mexicana mejoraron sustancialmente. Así, el tipo de cambio se apreció para luego mantenerse estable y la política de precios y tarifas públicos (gasolina, diesel, gas y electricidad) se aplicó conforme a lo programado.

Como se aprecia en la Gráfica 41 y en el Cuadro 25, el aumento acumulado del INPC durante los ocho primeros meses del presente año fue de 8.48 por ciento, que es la variación más baja para dicho periodo registrada desde 1994 y que resultó 0.69 puntos porcentuales menor que la implícita en la trayectoria que se estima necesaria para alcanzar la meta anual de inflación de 13 por ciento.

**Cuadro 25**

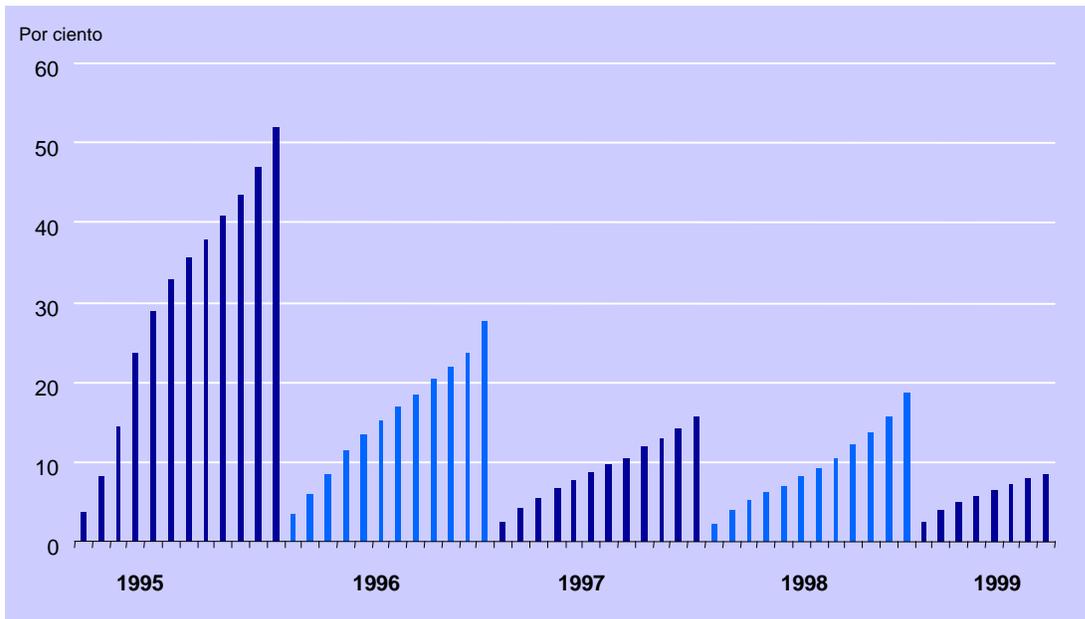
**Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
Variación porcentual

Mes	Mensual		Anual		Acumulada respecto a diciembre anterior	
	1998	1999	1998	1999	1998	1999
Enero	2.18	2.53	15.27	19.02	2.18	2.53
Febrero	1.75	1.34	15.35	18.54	3.96	3.90
Marzo	1.17	0.93	15.27	18.26	5.18	4.87
Abril	0.94	0.92	15.10	18.23	6.17	5.83
Mayo	0.80	0.60	14.97	18.01	7.01	6.47
Junio	1.18	0.66	15.31	17.39	8.28	7.17
Julio	0.96	0.66	15.41	17.04	9.32	7.88
Agosto	0.96	0.56	15.50	16.58	10.37	8.48
Septiembre	1.62		15.92		12.16	
Octubre	1.43		16.65		13.77	
Noviembre	1.77		17.41		15.78	
Diciembre	2.44		18.61		18.61	

**Gráfica 41**

**Índice Nacional de Precios al Consumidor**

Variación porcentual con respecto a diciembre del año anterior

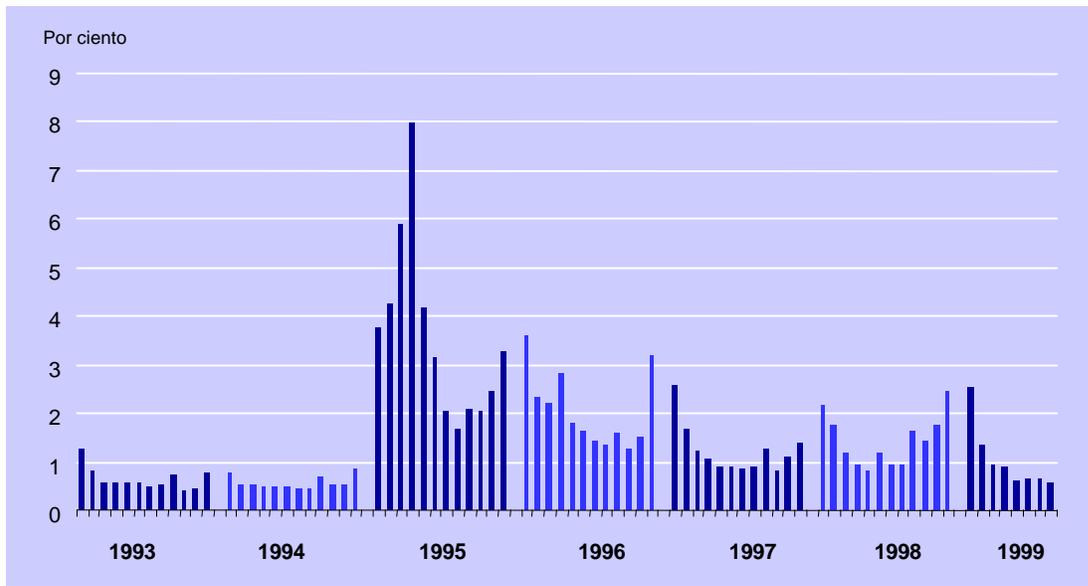


La inflación mensual de febrero a agosto del presente año ha resultado inferior a la del mes correspondiente de 1998. Lo que es más importante, en febrero se revirtió la tendencia creciente de la inflación anual que se había iniciado después de junio de 1998. Así, en los meses siguientes a enero, la variación anual del INPC se ha reducido en forma sostenida hasta llegar en agosto a 16.58 por ciento.

Gráfica 42

## Indice Nacional de Precios al Consumidor

Variación porcentual mensual



El Cuadro 25 y las Gráficas 40, 41 y 42, muestran en detalle la evolución de las variaciones del INPC. De la información ahí contenida cabe destacar los siguientes aspectos:

- (a) la inflación mensual de enero de 1999 fue la mayor en 24 meses y la anual resultó la más elevada desde agosto de 1997;
- (b) en los meses comprendidos de febrero a agosto, la inflación mensual fue la menor que se ha registrado para cada uno de esos meses desde el año de 1994;
- (c) la trayectoria de las variaciones mensuales de los precios al consumidor fue en general descendente;
- (d) las variaciones mensuales del INPC en mayo y agosto de 1999 son las menores que se han observado después de noviembre de 1994; y
- (e) el crecimiento acumulado del INPC respecto de diciembre de 1998 al cierre de todos los meses dentro del periodo entre febrero y agosto, es el más reducido que se ha registrado para el lapso equivalente de los últimos cinco años.

En lo específico, al diluirse la herencia inflacionaria de 1998 y dada la considerable disminución de los precios de las legumbres y frutas después del continuo y pronunciado aumento que venían teniendo desde octubre de 1998, en febrero el INPC tuvo un incremento mensual de 1.34 por ciento.

La tasa mensual de inflación de marzo, que fue de 0.93 por ciento, volvió a verse influida por la disminución de los precios de las legumbres y frutas. Otro elemento que también incidió en el comportamiento de la inflación en ese mes fue la estabilidad del tipo de cambio (tanto en febrero como a lo largo del propio marzo). En abril, ante la permanencia de los factores propicios, la inflación mensual también fue favorable, con un aumento de 0.92 por ciento.

En mayo, el crecimiento mensual del INPC fue de tan sólo 0.60 por ciento. Ese mes la influencia positiva del tipo de cambio se vio reforzada por la disminución de los precios del gas doméstico y de la electricidad, ésta última como consecuencia del inicio de las tarifas eléctricas de verano en varias ciudades de la región norte del país (lo cual ocurre en esa época como consecuencia de la temporada de calor). Se estimó que el impacto de esos elementos, que es de naturaleza temporal, provocó una disminución de 0.3 puntos porcentuales en la variación mensual del INPC. Sin embargo, descontando ese efecto pasajero, la inflación mensual mantuvo su tendencia a la baja.

El incremento mensual del INPC en junio fue de 0.66 por ciento, tasa superior a la de mayo; sin embargo, en la misma no influyeron elementos circunstanciales, por lo que se podría considerar como una manifestación genuina del abatimiento de la inflación.

En el siguiente mes se reafirmó la moderación del crecimiento de los precios, al registrarse una tasa de 0.66 por ciento. Pese al impacto que tuvo el incremento no repetitivo de las tarifas del servicio telefónico (0.05 puntos porcentuales), la inflación de julio fue igual a la de junio. En agosto, la inflación mensual cerró en 0.56 por ciento, confirmándose así la tendencia descendente del crecimiento mensual de los precios.

En resumen, el significativo descenso de la inflación en 1999 se explica por la influencia de los siguientes factores:

- (a) la aplicación de una política monetaria apropiada a las circunstancias. Esta política ha estado dirigida a

contrarrestar parcialmente los efectos inflacionarios heredados de las perturbaciones externas y de los aumentos de precios públicos de finales del año anterior y a alcanzar la meta inflacionaria de 13 por ciento;

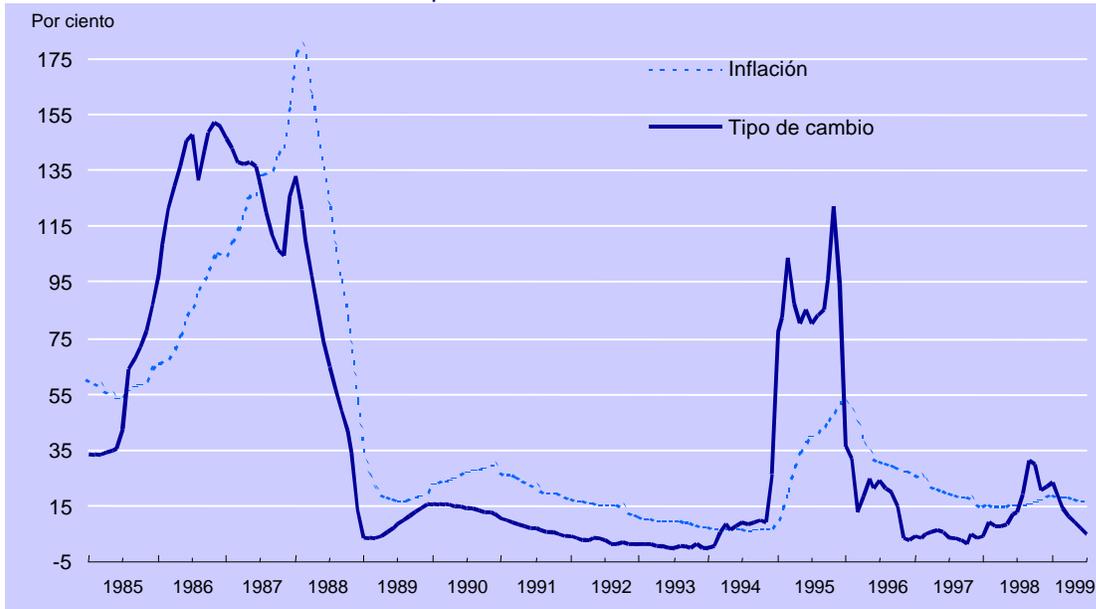
- (b) la reversión en lo que va de 1999 de los factores inflacionarios de 1998: i) apreciación y luego estabilidad del tipo de cambio y ii) la disminución acumulada en los ocho primeros meses del presente año de los precios de las legumbres y frutas (3.4 por ciento);
- (c) la coordinación entre las políticas fiscal, comercial y monetaria que ha minimizado el impacto de los choques; y
- (d) el abatimiento de las expectativas de inflación del sector privado para el cierre de 1999. Dato muy relevante es que éstas hayan pasado de 16.5 por ciento en enero a 13.6 por ciento en agosto.

### **III.6.3. Comportamiento de las Variables que Inciden sobre la Inflación**

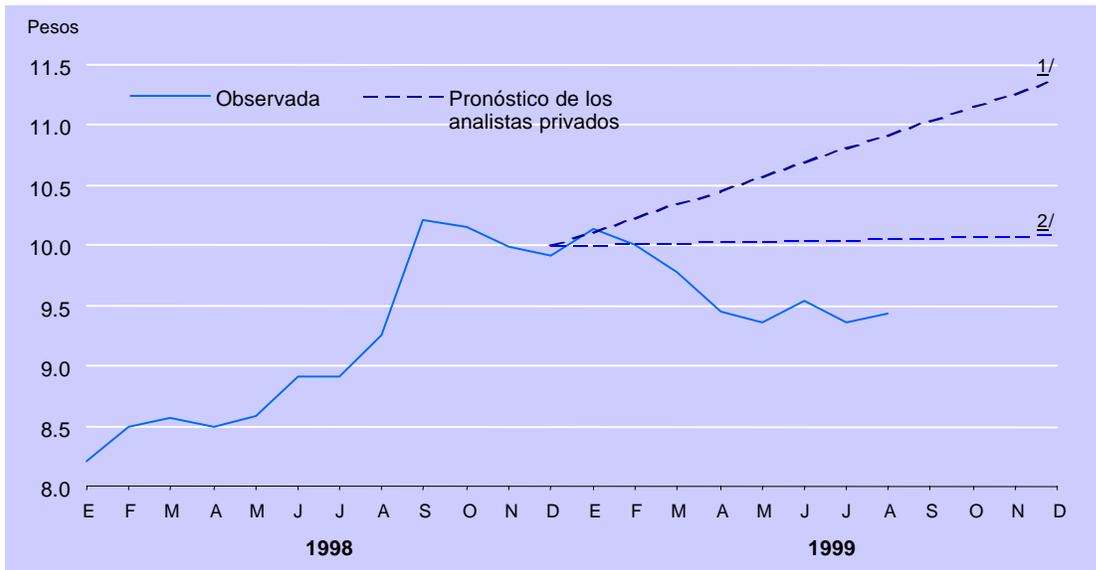
Para profundizar en las causas y en la dinámica interna de la inflación en lo que va de 1999, conviene analizar detalladamente el comportamiento de algunos subíndices del INPC. Concretamente, los de los bienes comerciables y no comerciables, que resultan de una primera clasificación de los conceptos de la canasta del INPC, son particularmente adecuados para observar el impacto de variaciones del tipo de cambio y de los salarios.

Las modificaciones del tipo de cambio afectan a la inflación debido a que influyen directamente sobre los precios de los bienes comerciables e indirectamente (a través de los salarios y los precios de otros insumos) sobre los precios de los servicios que en su gran mayoría integran el grupo de los no comerciables. En la Gráfica 43 puede apreciarse la correlación histórica que existe entre las fluctuaciones del tipo de cambio y la tasa de crecimiento del INPC en términos anuales.

**Gráfica 43** **Inflación y Tipo de Cambio**  
Variación porcentual anual



**Gráfica 44** **Trayectorias del Tipo de Cambio: Observada y Pronóstico**



1/ Estimación del cierre de 1999, realizada en diciembre de 1998.

2/ Estimación del cierre de 1999, realizada en agosto de 1999.

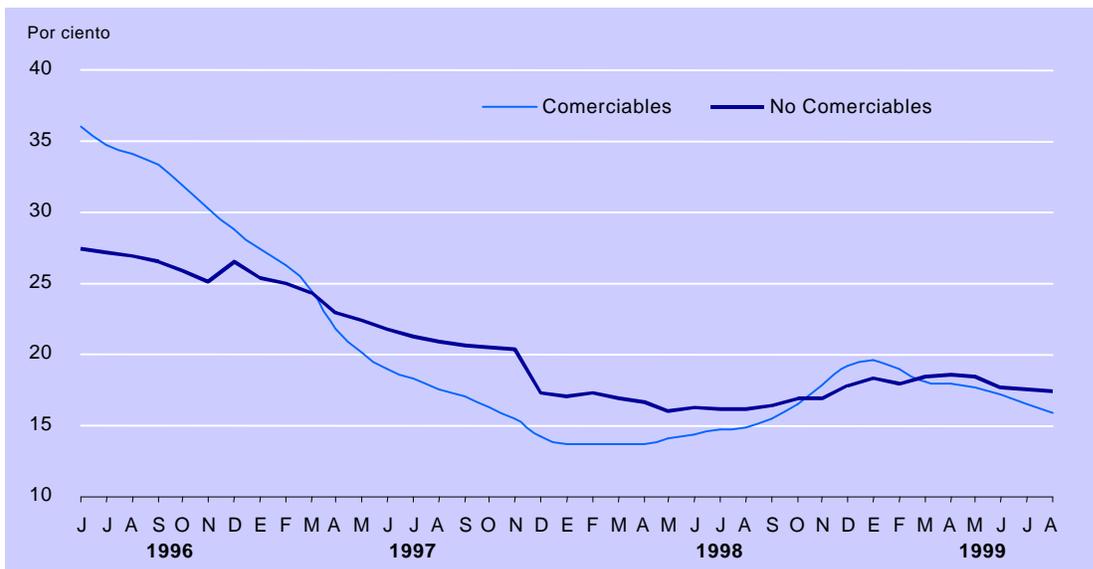
En virtud de dicha correlación, en 1999 la apreciación del tipo de cambio a finales de enero y, posteriormente, la estabilidad que ha mostrado la cotización de la moneda nacional desde febrero, han sido elementos muy importantes en el abatimiento de la inflación. En efecto, después de enero el tipo de cambio ha seguido una trayectoria por debajo de las asociadas con los niveles del tipo de

cambio para el cierre de 1999, previstos en diciembre de 1998 y en agosto del presente año por los analistas económicos del sector privado <sup>14</sup> (ver Gráfica 44).

Para observar como el comportamiento del tipo de cambio de febrero de 1999 a la fecha ha contribuido a la moderación de la inflación, en la Gráfica 45, se presentan las variaciones anuales de los precios de los bienes comerciables y las correspondientes a los bienes no comerciables. En esta gráfica resulta claro que, después de la trayectoria ascendente que siguieron durante 1998 las variaciones anuales de los precios de los bienes comerciables, en enero de 1999 se observó un punto de inflexión a la baja. Posteriormente, a partir de marzo y hasta agosto, dicha trayectoria se ha situado por debajo de la de los no comerciables.

Como ya se ha apuntado, los precios de los bienes comerciables son una vía de transmisión directa del comportamiento del tipo de cambio a la inflación interna. De la relación señalada se desprende la importante contribución que ha hecho en 1999 la estabilidad del tipo de cambio a la moderación de la inflación.

**Gráfica 45 Precios de los Bienes Comerciables y No Comerciables**  
Variación porcentual anual



No obstante el entorno de inflación decreciente descrito, durante los primeros ocho meses de 1999 los salarios contractuales

<sup>14</sup> Esta información fue reportada en la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, correspondiente a diciembre de 1998 y agosto de 1999.

han tenido incrementos superiores a la inflación esperada por los analistas económicos del sector privado para los siguientes doce meses. De no lograrse las ganancias implícitas de productividad, este fenómeno tendrá sin duda un impacto negativo sobre los costos unitarios de la producción, en especial sobre los correspondientes a los bienes no comerciables. Lo anterior debido a la mayor importancia que la mano de obra tiene como insumo en la producción de estos bienes. Desde 1998 las variaciones anuales, tanto de los salarios contractuales como de las remuneraciones medias de la industria manufacturera, prácticamente se han estancado en niveles alrededor de 18 por ciento.

Como evidencia de lo anterior, a lo largo de 1999, las variaciones anuales de los precios de los bienes no comerciables se han sostenido en un nivel elevado y superior al de los comerciables (ver Gráfica 45).

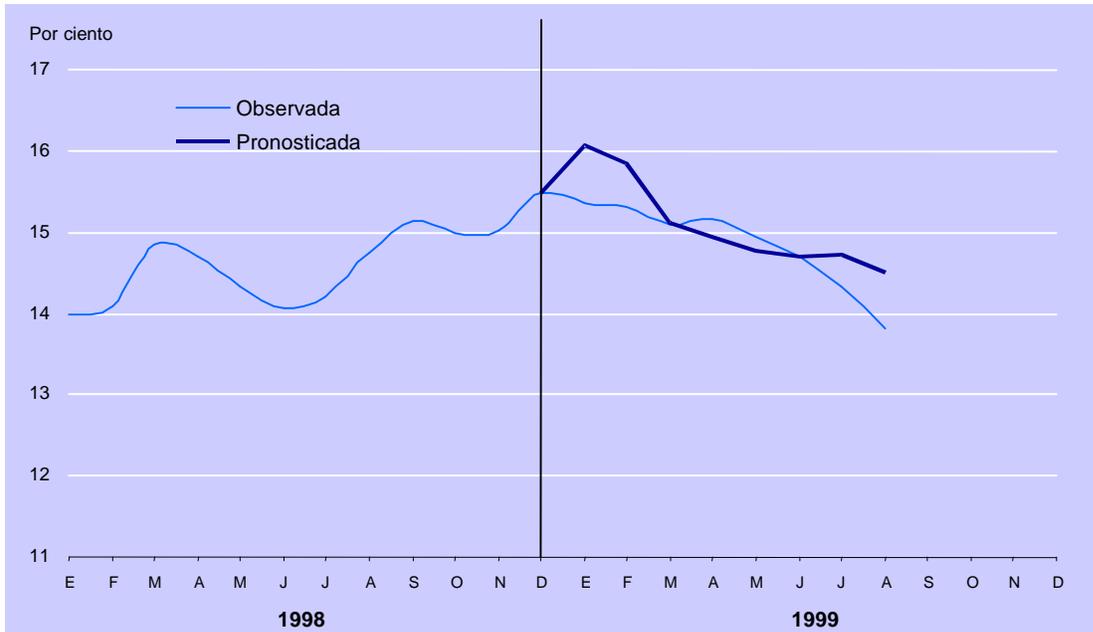
Otra manera de analizar el comportamiento de la inflación consiste en clasificar los conceptos que forman la canasta del INPC en los siguientes cuatro rubros: legumbres y frutas, bienes y servicios considerados como básicos, mercancías no básicas y servicios no básicos.

Los subíndices de precios que resultan de los dos últimos rubros son particularmente adecuados para examinar desde otra óptica los efectos del tipo de cambio y de los salarios sobre la inflación. La Gráfica 46 ilustra como el comportamiento observado del tipo de cambio ha reducido las variaciones anuales de los precios de las mercancías no básicas a un grado tal que la trayectoria de aquéllos se ha situado, en general, por debajo de la estimada para el cumplimiento del objetivo de inflación de 1999.

En cuanto a los precios del rubro de servicios no básicos, el impacto negativo que ha sufrido el costo unitario de su producción ha mantenido las variaciones anuales de este conjunto de precios a niveles elevados y prácticamente estables (Gráfica 47).

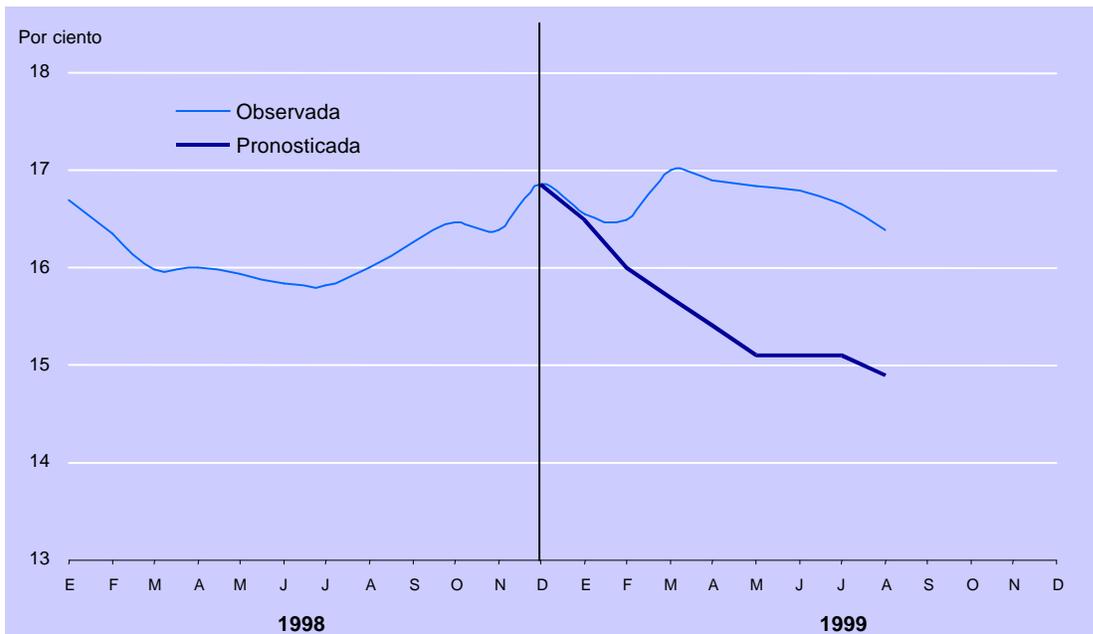
**Gráfica 46**

**Índice de Precios de las Mercancías No Básicas**  
Variación porcentual anual



**Gráfica 47**

**Índice de Precios de los Servicios no Básicos**  
Variación porcentual anual



Del análisis anterior se desprende que el nivel que durante 1999 han registrado las variaciones anuales de los precios de los servicios se ha reflejado en el comportamiento de los subíndices de precios de los bienes no comerciables y de los servicios no básicos.

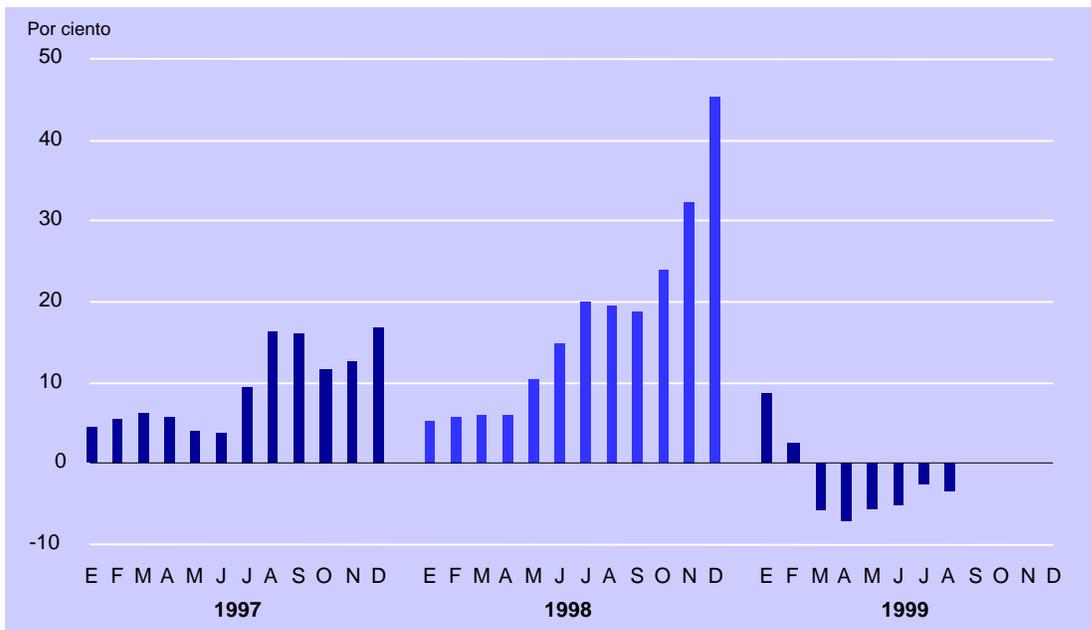
El examen de la evolución de los otros dos grupos de precios que completan la clasificación en estudio (legumbres y frutas, y bienes y servicios básicos), también aporta elementos importantes para la explicación de la trayectoria de la inflación durante los primeros ocho meses de 1999.

Efectivamente, desde mayo de 1998 y hasta enero del presente año, los precios de las legumbres y frutas tuvieron incrementos considerables como consecuencia de fenómenos climáticos. Sin embargo, a partir de febrero y hasta abril, los precios de los bienes en cuestión se redujeron de manera significativa y, de mayo a agosto, han mostrado movimientos de magnitud moderada, acordes con su patrón estacional. El comportamiento de esos precios ha sido un factor muy favorable para la disminución de la inflación. Lo anterior se verifica con el hecho de que de enero a agosto la variación acumulada de estos precios ha sido de -3.4 por ciento (ver Gráfica 48).

**Gráfica 48**

**Índice de Precios de las Legumbres y Frutas**

Variación porcentual con respecto a diciembre del año anterior



Entre los componentes de la canasta del subíndice de bienes y servicios básicos destacan aquéllos cuyos precios son administrados por el sector público. Los aumentos inesperados en los precios administrados, además de su efecto directo sobre el INPC, inciden sobre las expectativas inflacionarias. Esta es una de las razones por las cuales dichas decisiones pueden afectar a un conjunto más amplio de precios en la economía. Es de resaltar que la política de precios administrados ha sido congruente con la meta de inflación en los primeros ocho meses del año. Efectivamente, los aumentos acordados para los precios de las gasolinas, diesel, gas y electricidad se han aplicado conforme a tiempos y magnitudes compatibles con el logro de la meta de inflación.

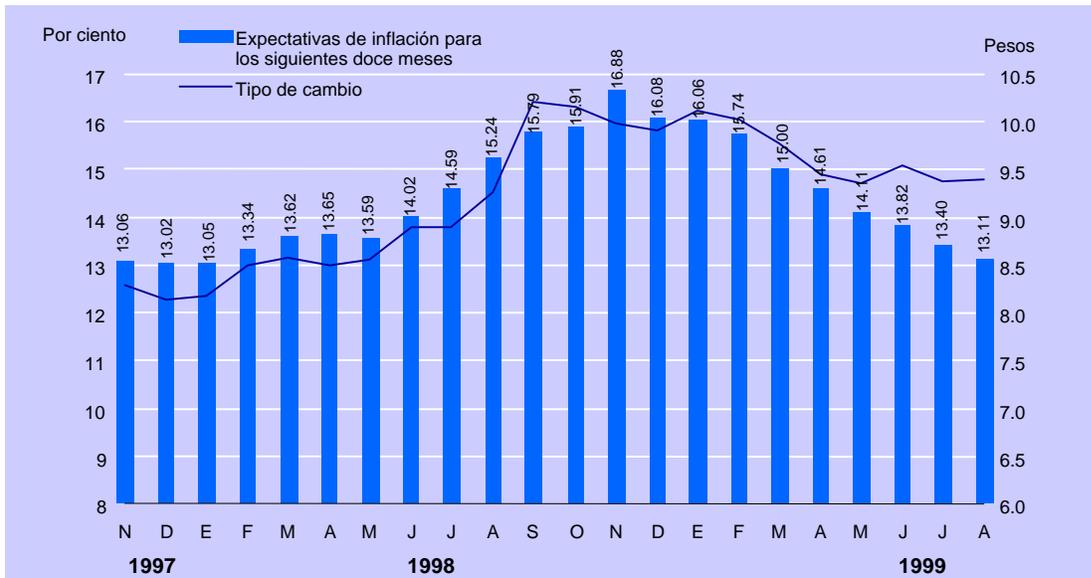
#### **III.6.4. Comportamiento de las Expectativas de Inflación en 1999**

Las expectativas inflacionarias son los pronósticos de inflación que hacen los agentes económicos y que utilizan en su toma de decisiones. Como no pueden observarse directamente, se infieren de las encuestas levantadas entre analistas económicos y empresas. En el caso de México, estas expectativas se ven afectadas, entre otros factores, por los movimientos del tipo de cambio, aunque no de forma simétrica ante apreciaciones y depreciaciones. La Gráfica 49 indica que las expectativas de los especialistas del sector privado para los doce meses siguientes al mes en cuestión han ido declinando a lo largo del año.

Gráfica 49

**Expectativas de Inflación y Tipo de Cambio**

Variación porcentual y pesos por dólar



Otro factor que ha contribuido al abatimiento de las expectativas inflacionarias ha sido el propio resultado de la lucha contra la inflación. Así, el hecho de que la inflación esperada al principio de cada uno de los ocho primeros meses del año haya resultado superior a la observada, ha coadyuvado a la corrección de dichas expectativas. Los dos factores mencionados explican el continuo ajuste a la baja que han mostrado los pronósticos de los analistas sobre la inflación de 1999. Como se observa en la Gráfica 50 y en el Cuadro 26, la expectativa de inflación anual para 1999 fue 16.52 por ciento en enero y 13.55 por ciento en agosto, con una disminución de casi 3 puntos porcentuales en el lapso en cuestión.

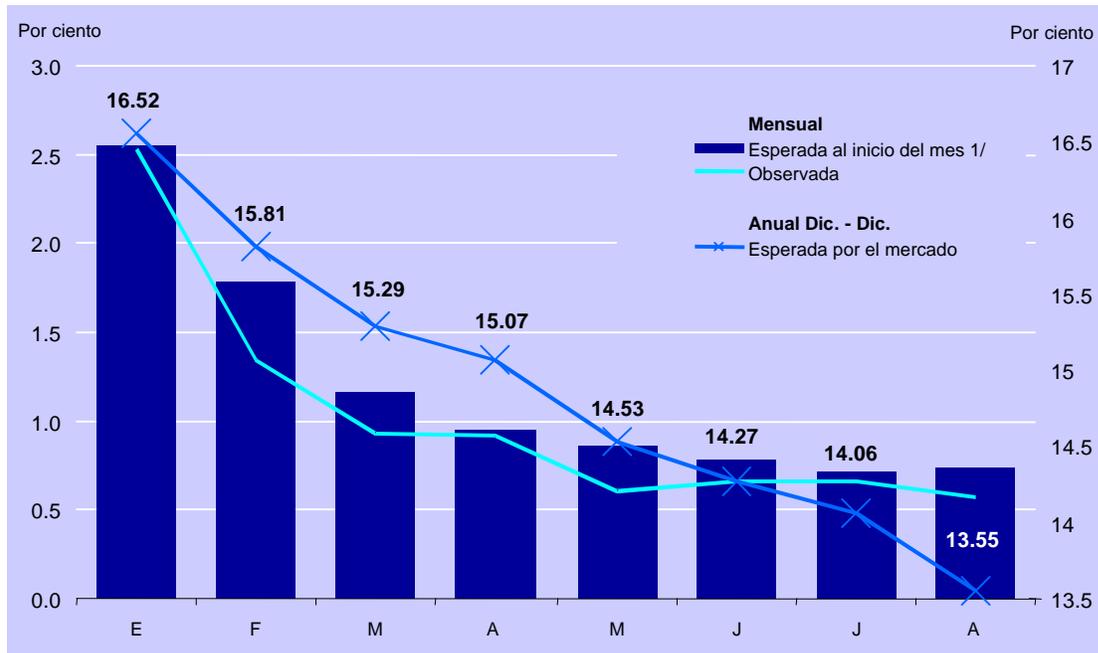
Cuadro 26

**Inflación Observada y Esperada en 1999**

Variación porcentual

Mes	Mensual			Anual (Dic. - Dic.) Esperada en el mes
	Observada (1)	Esperada al Inicio del mes (2)	Diferencia (1)-(2)	
Enero	2.53	2.55	-0.02	16.52
Febrero	1.34	1.78	-0.44	15.81
Marzo	0.93	1.16	-0.23	15.29
Abril	0.92	0.95	-0.03	15.07
Mayo	0.60	0.86	-0.26	14.53
Junio	0.66	0.78	-0.12	14.27
Julio	0.66	0.72	-0.06	14.06
Agosto	0.56	0.74	-0.18	13.55

**Gráfica 50** **Inflación Observada y Esperada**  
Variación porcentual



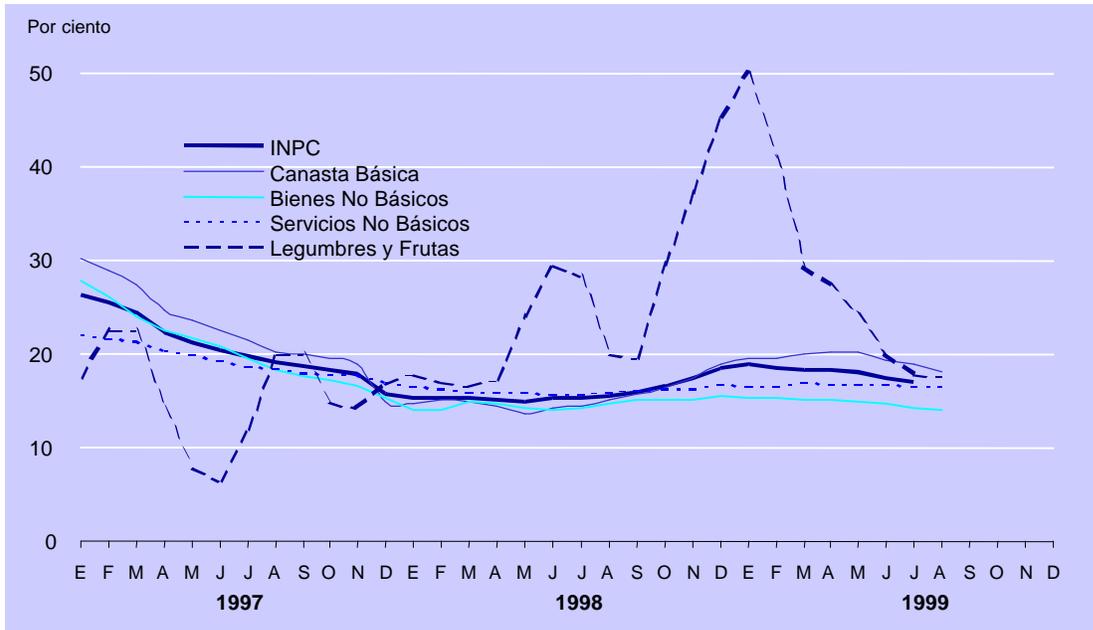
### III.6.5. Estructura de la Inflación Anual

No obstante la importante reducción que ha tenido la inflación de febrero a agosto, en este último mes la tasa anual de crecimiento del INPC todavía se situó en un nivel elevado, 16.58 por ciento. Tres factores explican esta situación: i) el aumento de los precios de las frutas y legumbres de octubre de 1998 a enero de 1999; ii) el importante incremento de los precios de las gasolinas en noviembre de 1998; y iii) las alzas de los precios de las tortillas en septiembre de ese mismo año y en enero de 1999. A la fecha esos incrementos todavía representan una parte importante de la variación anual de los dos subíndices a que pertenecen esos bienes (frutas y legumbres y canasta básica).

Pese al favorable comportamiento que de enero a la fecha han tenido los precios de las legumbres y frutas y de los bienes básicos, las variaciones anuales de dichos precios han contribuido a mantener elevada la inflación anual durante los ocho primeros meses del año en curso. En la Gráfica 51 se presenta el comportamiento de los diferentes subíndices que integran el INPC.

Gráfica 51

**Estructura de la Inflación al Consumidor**  
Variación porcentual anual



En la medida en que las variaciones anuales del INPC dejen de reflejar las sustanciales alzas que las legumbres y frutas y algunos precios básicos tuvieron en los cuatro últimos meses de 1998 y en enero de 1999, es de esperarse que dichas variaciones indiquen cada vez con mayor fidelidad los progresos alcanzados en el abatimiento de la inflación mensual de febrero a agosto del año en curso.

**III.6.6. Variabilidad de Precios Relativos**

La dispersión mensual de las variaciones de los precios relativos de los 313 productos genéricos del INPC, estimada mediante la desviación estándar de dichos cambios, se ha utilizado como un indicador de la llamada inercia inflacionaria. Esta relación se podría explicar en razón de que, un aumento de la dispersión mensual se produce cuando un mayor número de variaciones de precios se adelanta en relación al resto. En el periodo subsecuente los precios de los productos cuyas variaciones se han retrasado tratarán de recuperar el rezago e incluso adelantarse. Si las condiciones de la economía permiten que ésto suceda repetidamente, la inercia del proceso inflacionario se fortalece. Lo anterior significa que el abatimiento de la inflación se dificulta, en virtud de que ésta es

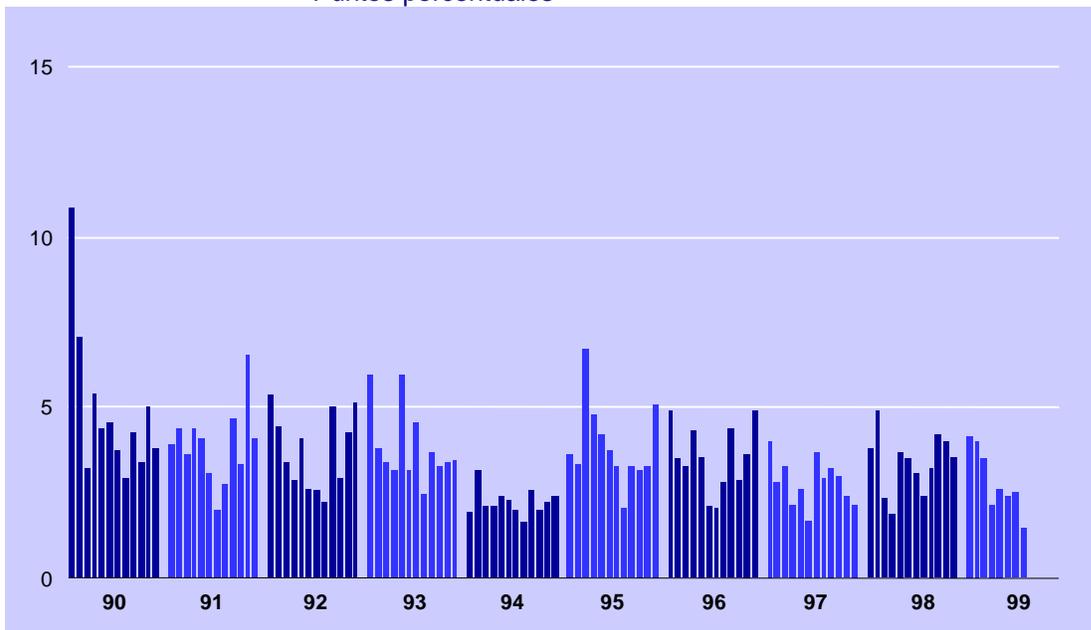
ahora capaz de alimentarse por si misma. La elevada volatilidad de precios que genera un fenómeno de esta naturaleza, dificulta las decisiones de los agentes económicos, generando costos y distorsiones indeseables en la asignación de recursos.

En los primeros ocho meses de 1999 la dispersión promedio de los cambios porcentuales mensuales de los precios relativos de los productos genéricos del INPC, fue similar a la registrada en el mismo lapso de 1998. Este hecho se explica principalmente por el aumento de la volatilidad de los precios relativos que tuvo lugar durante los tres primeros meses del año, debido a los choques inflacionarios de finales de 1998. Con todo, la dispersión ha disminuido notablemente de abril a agosto, y recientemente se ha situado ya en niveles similares a los de 1994 (ver Gráfica 52).

**Gráfica 52**

**Indice Nacional de Precios al Consumidor**

Variabilidad de los cambios de precios relativos\*  
Puntos porcentuales



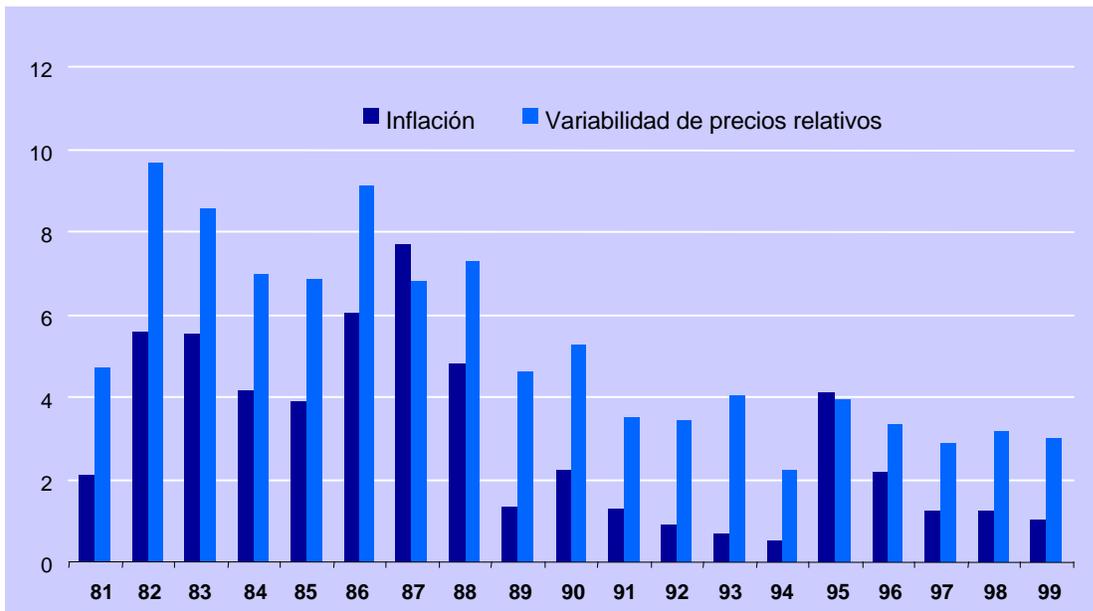
\* Medida con base en la desviación estándar de las variaciones porcentuales mensuales de los productos que forman parte de la canasta de referencia del INPC.

La Gráfica 53 recoge los promedios de la variabilidad mensual de los precios relativos, así como de las variaciones mensuales del INPC para los primeros ocho meses de los últimos diez años. Dicha gráfica muestra la correlación que existe entre el incremento de los precios y la magnitud de la dispersión de precios

relativos. Esta relación es quizá atribuible a que los choques inflacionarios ocurridos en ese lapso rompieron la sincronía de los cambios de precios y, en consecuencia, elevaron su volatilidad. El nivel de dispersión actual sugiere que la política antiinflacionaria aplicada por el Banco de México en 1999 también ha propiciado la estabilidad de la estructura de precios relativos.

**Gráfica 53 Promedio Mensual de Inflación y de Variabilidad de Precios Relativos\***

Puntos porcentuales



\*Enero-agosto

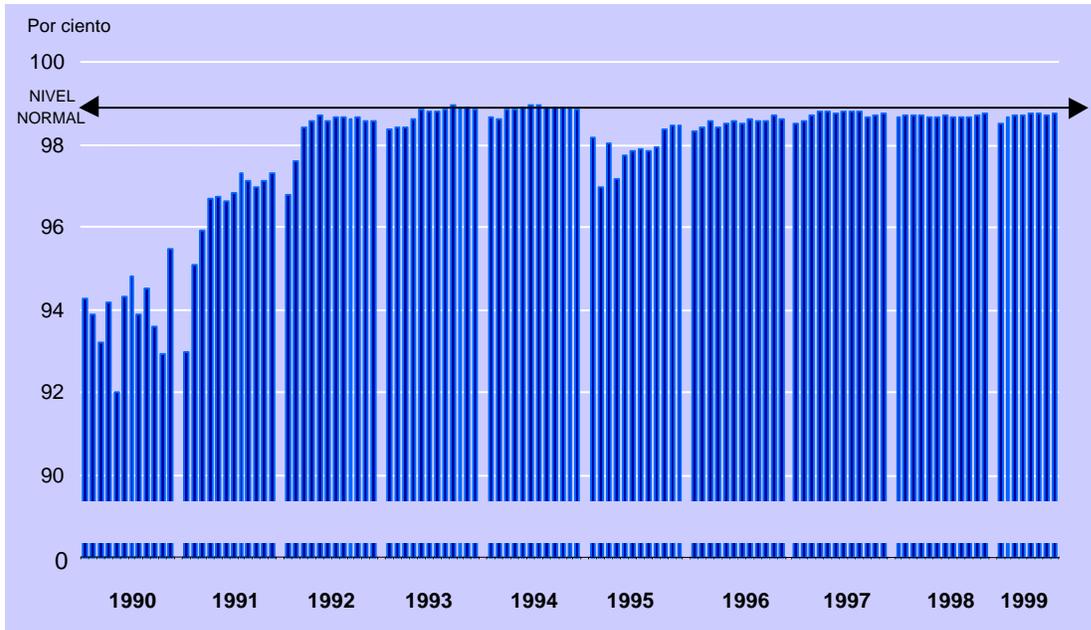
### III.6.7. Abastecimiento de Bienes Básicos

De enero a agosto de 1999, el nivel de abastecimiento de los bienes básicos se ha mantenido muy cerca de su máximo histórico. Según el indicador de que se dispone para medir el fenómeno, el nivel promedio de ese indicador se situó en el periodo a tan sólo 0.2 puntos porcentuales de su máximo valor histórico (98.8 por ciento) que se alcanzó en 1994. La escala del indicador va de 0 a 100 por ciento y esos extremos representan, respectivamente, abasto nulo y abasto total (ver Gráfica 54). El satisfactorio nivel de abasto de bienes básicos alcanzado durante 1999 es atribuible en lo fundamental a la política de mantener precios flexibles.

Gráfica 54

### Indice Nacional de Abastecimiento de Artículos de la Canasta Básica

Promedio porcentual mensual



#### III.6.8. Precios Productor

Durante los primeros ocho meses de 1999, el Índice Nacional de Precios Productor sin petróleo crudo (INPP) registró una elevación de 5.58 por ciento. Esta variación es la menor que ha mostrado dicho índice para periodos iguales de los últimos cinco años. Adicionalmente, como se aprecia en la Gráfica 55, el incremento acumulado de este índice en cada mes de 1999 fue el menor registrado desde 1995.

Debido a su naturaleza, las variaciones del INPP anticipan la variación futura del INPC (ver Gráfica 56). Durante el presente año los avances en el abatimiento de la inflación medidos a través del INPP resultan muy significativos. Lo anterior, en congruencia con lo señalado por otros indicadores, podría sugerir que en los meses restantes del presente año se conseguirán reducciones aún más significativas en la inflación al consumidor.



Por su parte, con excepción de la correspondiente a enero, las variaciones mensuales del INPP fueron las menores observadas en los últimos cinco años. De hecho, el incremento de abril, de 0.14 por ciento, fue el más bajo registrado desde octubre de 1988. Los siguientes factores contribuyeron de manera importante a la disminución de los cambios de los precios productor:

- (a) el descenso de algunos precios de mercancías exportables, como consecuencia de la apreciación y posterior estabilidad del tipo de cambio. Lo anterior se reflejó con particular nitidez en el subíndice de precios de las exportaciones, el cual tuvo una reducción acumulada de enero a agosto de 3 por ciento;
- (b) la baja de los precios en dólares de algunos materiales en bruto para procesamiento (minerales, cereales, cultivos industriales y carnes);
- (c) la disminución acumulada de enero a agosto de los precios de las legumbres y frutas, que alcanzó 6.08 por ciento.

Por lo que hace al Índice de Precios Productor con Servicios y sin Petróleo, su crecimiento acumulado en los primeros ocho meses de 1999 ascendió a 8.29 por ciento, el menor que se ha observado desde 1994. Este aumento, que resultó mayor que el del INPP, es otra manifestación del impacto de la inercia salarial sobre los precios de los servicios. El subíndice de servicios tuvo una elevación acumulada de 10.71 por ciento, es decir, 5.13 puntos porcentuales por encima de la del INPP cuya canasta está compuesta sólo por mercancías.

Atendiendo a los cuatro componentes del destino final de la producción incluyendo los servicios, el crecimiento acumulado del índice de precios de los conceptos destinados al consumo privado fue de 8.94 por ciento; al consumo del gobierno, de 11.30 por ciento; a la formación de capital, de 9.57 por ciento; y a las exportaciones, de 0.34 por ciento. El incremento de los precios de los bienes que consume el gobierno se explica por los ascensos en los costos salariales de los servicios de educación y salud pública.

**Cuadro 27**

**Índice Nacional de Precios Productor con Servicios y sin Petróleo**

Clasificación por componente de la demanda final  
Variación porcentual acumulada

<b>Concepto</b>	<b>Agosto 99 Diciembre 98</b>	<b>Agosto 98 Diciembre 97</b>
Índice General	8.29	10.69
Demanda Interna	9.22	10.76
Consumo privado	8.94	10.61
Consumo del gobierno	11.30	12.06
Formación de capital	9.57	10.85
Exportaciones	0.34	10.05

Al interior del consumo intermedio de origen nacional, los índices de precios de materias primas y de materiales en bruto para procesamiento (sin petróleo crudo) mostraron durante el año variaciones inferiores a las de la producción final. Esta situación es un reflejo del debilitamiento de la demanda internacional que han enfrentado estos bienes.

**Cuadro 28**

**Índices de Precios de Materias Primas**

Variación porcentual acumulada

<b>Concepto</b>	<b>Agosto 99 Diciembre 98</b>	<b>Agosto 98 Diciembre 97</b>
Materias primas consumidas, con servicios y sin petróleo	7.98	8.10
Materias primas consumidas, sin petróleo	6.70	6.14
Materias primas en bruto para procesamiento	28.90	-1.21
Materias primas en bruto para procesamiento, sin petróleo	2.45	5.82

## IV. Política Monetaria y Cambiaria

---

### IV.1. Política Monetaria

---

Como se ha mencionado reiteradamente en los documentos que publica el Banco de México, las presiones inflacionarias pueden tener distintos orígenes. La creación de excesos de oferta de dinero por parte del banco central es sin duda el más obvio. Sin embargo, estas presiones también pueden originarse en otros factores como los choques externos que inducen depreciaciones cambiarias abruptas; las modificaciones de precios y tarifas públicos; y las negociaciones de salarios contractuales incompatibles con la meta inflacionaria y con el incremento en la productividad. Como es sabido, este tipo de perturbaciones genera impactos inmediatos sobre el nivel general de precios e impulsan la inflación.

El incremento de precios inducido por los factores señalados eleva la demanda nominal de base monetaria que el banco central satisface ordinariamente, dando así lugar a la correlación positiva que normalmente existe entre agregados monetarios e inflación. Si el choque inflacionario no es transitorio y el instituto central atiende una mayor demanda de dinero primario a la tasa de interés de mercado, la política monetaria terminará validando los impulsos alcistas iniciales. Sin embargo, si el banco central decide satisfacer la mayor demanda de base monetaria a una tasa de interés más elevada que la de mercado, contrarrestará, aunque sea parcialmente, el impacto inflacionario de las perturbaciones exógenas descritas. Esto último es lo que sucede cuando el Banco de México restringe la política monetaria, por lo general mediante la implantación o la elevación del llamado “corto”. Las mayores tasas de interés resultantes pueden anular parcialmente el impacto alcista de los choques exógenos (por ejemplo, limitando la depreciación del tipo de cambio, o induciendo incluso su apreciación), y lo que es más importante, moderar el deterioro de las expectativas inflacionarias.

En el mediano plazo, el aumento de las tasas de interés que se derive de la respuesta de las autoridades monetarias ante presiones inflacionarias más intensas, reducirá el crecimiento de la demanda de base monetaria y, eventualmente, de los precios. Este efecto se

podría ver reforzado por el impacto sobre la demanda de dinero de un menor crecimiento económico inducido por la elevación del costo de los fondos prestables. Además, hay que considerar que la demanda de base monetaria se moderaría en respuesta a la contención de la inflación que se logre.

Una reacción oportuna y decidida del Banco de México ante la aparición de choques no anticipados obedece asimismo a la intención de que los distintos agentes económicos, al tomar sus decisiones, consideren la posible respuesta de la autoridad monetaria ante perturbaciones del INPC. Todo ello, con la finalidad de que se minimicen las repercusiones sobre las expectativas inflacionarias. Esto haría posible que los choques señalados tuviesen tan sólo un impacto marginal sobre los precios, con el benéfico resultado de que mejore la credibilidad del público en los objetivos de inflación de la autoridad. Esto último tiende a redundar en un proceso de desinflación más rápido y menos costoso en términos de actividad económica y empleo.

Lo anterior describe someramente el proceso a través del cual las acciones de política monetaria contribuyen a la reducción de la inflación. A continuación, resulta conveniente revisar las consideraciones que se tuvieron en mente al elaborar el programa monetario para 1999 y analizar la aplicación de la política monetaria a lo largo del año.

En la Exposición sobre la Política Monetaria para 1999, el Instituto Central apuntó que anticipaba que durante el año en curso continuase la volatilidad en los mercados financieros internacionales. Una disminución en el ritmo de la actividad económica mundial, menor disponibilidad de capital privado para las economías emergentes y la fragilidad financiera de algunas naciones, sugerían la posibilidad de que la economía mexicana enfrentase un escenario internacional incierto y difícil.

En la citada Exposición, la Junta de Gobierno del Banco de México también manifestó la conveniencia de que ante el peligro de que el entorno externo resultase complicado, las políticas económicas a adoptarse durante el año contaran con la flexibilidad necesaria para hacer frente a condiciones adversas y que existiera un alto grado de coordinación entre ellas. La instrumentación oportuna y coordinada de las distintas políticas económicas contribuye al fortalecimiento de la economía nacional, lo cual permite enfrentar en forma ordenada y al menor costo posible las perturbaciones que se lleguen a presentar.

En vista de lo anterior, el programa previó el uso de reglas de operación orientadas a evitar la generación de excesos de oferta de dinero y, lo que es más importante en la coyuntura actual, la posibilidad de que la política monetaria pudiese ajustarse a través de acciones discrecionales del Banco Central.

La inclusión de este último elemento en los programas monetarios del Banco de México de los años recientes se justifica por el hecho de que tanto la experiencia internacional como la propia indican con claridad que, por lo general, la política monetaria sustentada exclusivamente en reglas de instrumentación automática no parece haber sido suficiente para contener las turbulencias financieras que aparecen de tiempo en tiempo y que dificultan los procesos de estabilización. De esta manera, el programa monetario del Banco de México para 1999 nuevamente incorporó un elemento de flexibilidad. Esta discrecionalidad le permite a la autoridad monetaria reaccionar oportunamente ante situaciones inesperadas y estar en mejores condiciones para evitar que los acontecimientos imprevistos se traduzcan en presiones inflacionarias adicionales.

#### **IV.1.1. Principales Elementos del Programa Monetario para 1999**

En enero el Banco de México dio a conocer su programa monetario para 1999. Dicho programa se fijó como objetivo coadyuvar al abatimiento de la tasa anual de inflación a 13 por ciento al cierre del año. Este objetivo fue determinado a la luz de varios factores: la herencia inflacionaria de 1998; las perspectivas de la economía mexicana y de su entorno externo; los ajustes de los salarios mínimos y de los precios y tarifas públicos contemplados para el año; y las medidas fiscales adoptadas para alcanzar un déficit de 1.25 por ciento del PIB.

Los elementos fundamentales del programa son los siguientes:

Primero: El Banco de México, como norma general, ajusta diariamente la oferta de dinero primario, de forma tal que ésta corresponda a su demanda. Cualquier desequilibrio en la liquidez que resulte de errores en la estimación diaria de la demanda de base monetaria es corregido de inmediato mediante las operaciones que el Banco Central lleva a cabo en el mercado monetario.

Al igual que en ocasiones anteriores, esta regla de operación responde a la finalidad de ofrecer la máxima seguridad de que el Instituto Central no creará deliberadamente excesos de base monetaria. En términos técnicos, este criterio equivale a que al determinar diariamente sus operaciones de mercado abierto, el Banco de México persiga un objetivo de cero en los saldos acumulados de las cuentas corrientes que el Instituto Emisor lleva a los bancos comerciales, o del monto del “corto” que esté en vigor<sup>15</sup>. También implica que el Banco de México esterilizará el impacto monetario que resulte, entre otras causas, 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.

No obstante lo anterior, cabe una observación: la aplicación estricta de esta regla podría implicar que el Banco de México acomodara pasivamente la demanda de base monetaria que se manifestase, lo cual podría ser fuente de algunos problemas. En específico, eventualmente el Instituto Central podría estar satisfaciendo una demanda de dinero congruente con un patrón de inflación superior al deseado. Es esta última posibilidad la que da lugar al segundo elemento del programa monetario.

Segundo: Debido a que el movimiento diario de la base monetaria es una referencia general y conveniente para el seguimiento de la política monetaria, en enero de 1999 nuevamente el Banco de México decidió publicar la trayectoria anticipada de la base monetaria. Esta fue estimada a partir de la información disponible en el propio mes de enero y es congruente con el objetivo de inflación para el año, siempre y cuando los supuestos incorporados en dicha estimación se materialicen.

En lo específico, el Banco de México planteó que durante 1999 el saldo de la base monetaria aumentaría 18.1 por ciento respecto de su saldo al cierre de 1998 (131,109 millones de pesos). Con ello el aumento esperado de la base monetaria es superior al resultado de combinar las proyecciones del crecimiento real del PIB (3 por ciento) y de la inflación (13 por ciento), en virtud de que se anticipó una remonetización del orden de 1.5 por ciento respecto del monto de la base monetaria al cierre de 1998. El flujo anual de base monetaria se estimó en 23,780 millones de pesos, lo cual da lugar a un saldo al final de 1999 de 154,889 millones. El intervalo de confianza para la cifra de cierre de 1999 pronosticada para la base

---

15 Para una descripción detallada del mecanismo de saldos acumulados, ver el Informe Anual del Banco de México de 1996.

monetaria (tomando una desviación estándar de los residuales del modelo) es entre 150,800 y 159,000 millones de pesos.

Así, con el objeto de que la autoridad monetaria no se encuentre en una situación en que pueda estar satisfaciendo una demanda de dinero incompatible con el objetivo de inflación para el año, cotidianamente el Banco de México compara la evolución de la base monetaria con la trayectoria señalada.

A pesar de la utilidad de este procedimiento, cabe señalar que la estimación exacta de dicha trayectoria es difícil de realizar debido a las siguientes razones: i) la relación entre la inflación y la base monetaria puede cambiar con el tiempo; ii) los supuestos básicos para pronosticar la demanda de base monetaria para el año (referentes al crecimiento del PIB y a la evolución de las tasas de interés) pueden no materializarse; y iii) la relación entre la demanda de base monetaria y las variables que la explican puede modificarse con el tiempo.

A causa de lo anterior, el Banco de México analiza en detalle otros indicadores que proporcionan información sobre la tendencia futura de la inflación: la trayectoria del tipo de cambio; factores que inciden sobre la oferta agregada (por ejemplo, la evolución de los salarios contractuales y de la productividad); y las mediciones sobre las expectativas de inflación. La evolución de estas últimas resulta de particular relevancia ya que al existir un vínculo estrecho entre éstas y la determinación de los precios clave en la economía, la información contenida en dichas expectativas refleja en buena medida las posibilidades de que el Banco Central alcance su objetivo de inflación. Precisamente, el propósito de la reacción oportuna de la autoridad monetaria ante la ocurrencia de choques inflacionarios no anticipados es evitar que dichos choques afecten a las expectativas de inflación y, por consiguiente, a otros precios de la economía y que no dificulten la consecución del objetivo de inflación de la autoridad.

De esta manera, el pronóstico sobre la trayectoria de la base monetaria sirve principalmente como referencia para el caso en que se presenten desviaciones importantes entre lo observado y lo programado. El Banco de México evalúa dichas desviaciones y sólo en caso de que éstas impliquen presiones inflacionarias adicionales, será de esperarse que se restrinja la política monetaria.

Para que el público cuente con un elemento adicional de información y análisis y con el objeto de reforzar la seguridad de que

el Instituto Central no generará bajo ninguna circunstancia presiones inflacionarias mediante la creación de un exceso de oferta de base monetaria, en enero de 1999 nuevamente se decidió incorporar en el programa monetario, como complemento a lo ya expuesto, límites trimestrales a las variaciones del crédito interno neto y el compromiso de cuando menos no desacumular activos internacionales netos durante 1999.

Los elementos aludidos del programa monetario así como los compromisos de metas cuantitativas sobre algunos agregados monetarios no garantizan por sí mismos el abatimiento deseado de la inflación. Esto se debe a la posibilidad de que por canales distintos al monetario irruman presiones inflacionarias imprevistas. Por ejemplo, las perturbaciones del exterior podrían causar una depreciación abrupta de la moneda nacional y los precios públicos podrían registrar ajustes no planeados. Más aún, la evolución de los salarios podría ser incongruente con el objetivo de inflación después de tomar en cuenta los avances previsibles en productividad.

Cualquiera de los eventos citados podría generar presiones inflacionarias indeseables, razón por la cual el Banco de México consideraría la posibilidad de restringir la política monetaria propiciando un aumento de las tasas de interés. La restricción de la política monetaria por parte del Instituto Emisor normalmente se lleva a cabo mediante la instrumentación o la ampliación de un “corto”. Es decir, el Instituto Central establece o, en su caso, aumenta el objetivo negativo de saldos acumulados para las cuentas corrientes que lleva a la banca.

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 una influencia alcista sobre las tasas de interés, influencia que 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 deben elevarse.

La discusión precedente conduce a una conclusión: en un entorno de gran volatilidad de los mercados financieros, la autoridad monetaria requiere de la facultad para poder ajustar discrecionalmente la política monetaria, en particular para hacerla más restrictiva cuando sea necesario. Esto da lugar al tercer elemento fundamental del programa monetario.

Tercero: El Banco de México puede ajustar la política monetaria en caso de que se presenten circunstancias que lo hagan aconsejable.

En específico, el Instituto Central aplicará una política monetaria más restrictiva principalmente en las siguientes circunstancias:

- (a) cuando detecte presiones inflacionarias incongruentes con el objetivo de abatimiento de la inflación. En particular, la política monetaria procurará neutralizar los efectos secundarios de los choques exógenos sobre los precios y en ocasiones actuará de manera precautoria contrarrestando parcialmente los efectos inflacionarios directos de los movimientos de los precios clave en la economía. El objetivo final es que los ajustes necesarios en los precios relativos afecten de una vez por todas al INPC –elevando su nivel– pero sin deteriorar las expectativas inflacionarias. Esto último, a fin de evitar que la dinámica inflacionaria se torne perversa;
- (b) cuando se necesite restaurar condiciones ordenadas en los mercados cambiario y de dinero; y
- (c) cuando las expectativas de inflación se alejen considerablemente del objetivo adoptado.

Por simetría y en previsión de que llegase a ser necesario, el Banco de México también debe contar con la facultad de relajar la política monetaria. Esto puede ser conveniente cuando la evolución de la inflación indique que ésta será mucho menor que la inflación objetivo en un contexto de mediano plazo. En tal caso, sería indicado que el Banco de México adoptase una política monetaria más laxa. Esto podría lograrse tanto vía reducciones del “corto” como mediante la instrumentación de “largos”. A través de estos últimos, el Banco de México realizaría sus operaciones de mercado abierto con el fin de que se acumularan saldos positivos en el conjunto de las cuentas corrientes que lleva a las instituciones de crédito.

#### **IV.1.2. Instrumentación del Programa Monetario**

Durante el tiempo transcurrido del presente año, la economía mexicana ha enfrentado perturbaciones de origen externo

que si bien no han sido tan frecuentes ni de la magnitud de las observadas en 1998, han requerido total atención y vigilancia por parte del Banco de México, e incluso en una ocasión, el ajuste de la política monetaria. Los choques externos fueron producto principalmente del abandono del régimen cambiario brasileño, de la vulnerabilidad de la economía de Argentina y de la incertidumbre sobre la magnitud y frecuencia de los aumentos de las tasas de interés en los Estados Unidos. Estos acontecimientos exigieron de la Junta de Gobierno de este Banco Central una alerta extrema, a fin de detectar situaciones susceptibles de alterar la dinámica del crecimiento de los precios y, en su caso, modificar oportunamente la política monetaria.

A lo largo del presente año, el Banco de México ha respetado en todo momento su regla de operación básica en función de la cual ajusta diariamente la oferta de dinero primario para que corresponda a su demanda. Al efecto, conviene analizar la evolución de la base monetaria por el lado de sus fuentes (oferta) y de sus usos (demanda). Por sus usos, dicho agregado está conformado por los billetes y monedas en circulación y por los recursos que el sistema bancario mantiene depositados en el Banco Central.

Dado el régimen de encaje promedio cero vigente en la actualidad, 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 Instituto Central 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 propio Instituto Central sería continuamente positivo y por montos grandes. Ciertamente, ello estaría reflejando un exceso de oferta de dinero. Pero como es evidente a partir de los datos de la última columna del Cuadro 29, durante 1999 esto no ha sucedido<sup>16</sup>.

---

16 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.

Cuadro 29

## 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		Billetes y Monedas en Circulación	Depósitos Bancarios
	(1)	(2)	(1)+(2) = (3)=(4)+(5)	(4)	(5)
<b>1998</b>					
Diciembre	-100,836	232,364	131,528	131,109	419
<b>1999</b>					
Enero	-116,387	237,985	121,598	121,598	0
Febrero	-118,552	237,333	118,781	118,703	77
Marzo	-102,727	227,372	124,645	124,616	29
Abril	-106,382	224,636	118,254	118,254	0
Mayo	-120,339	242,527	122,188	122,188	0
Junio	-118,250	240,214	121,964	121,794	171
Julio	-112,963	240,241	127,278	127,278	0
Agosto	-124,709	250,234	125,525	125,463	62

Adicionalmente, es pertinente recordar que en el transcurso de 1999 el Banco de México ha operado todo el tiempo con un objetivo negativo para los saldos acumulados de las cuentas que lleva al sistema bancario. Es decir, en ningún momento el Instituto Central ha intentado inyectar al mercado mayor liquidez que la estrictamente necesaria para satisfacer la demanda de billetes y monedas. Más aún, al haber mantenido a lo largo del año una postura monetaria restrictiva, cierta proporción de la demanda de base monetaria ha tenido que ser satisfecha a tasas de interés muy superiores a las de mercado.

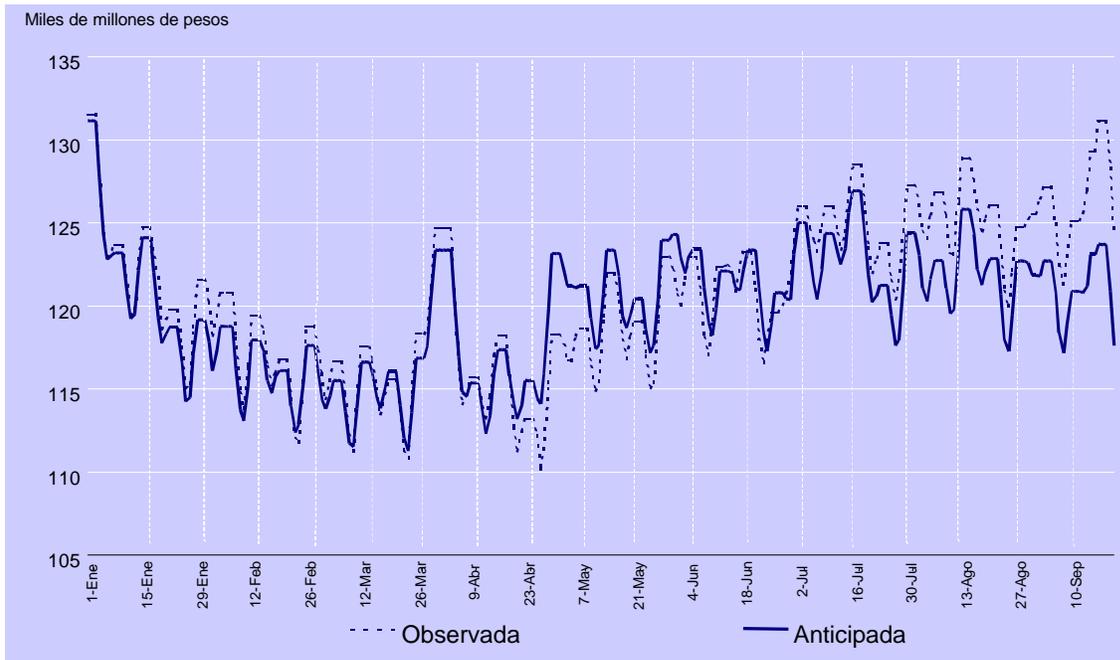
Con respecto a la trayectoria diaria de la base monetaria, en el año en curso ésta se ha movido durante la mayor parte del tiempo en congruencia con la trayectoria pronosticada y publicada en enero pasado (ver Gráfica 57). La primera desviación significativa de la base monetaria con respecto al pronóstico, ocurrió a finales de abril y principios de mayo. Esta desviación se explica fundamentalmente por el hecho de que el incremento anticipado en la demanda de base monetaria atribuible a los días feriados del 1º y 5 de mayo no se materializó. Por su parte, la desviación observada durante algunos días de agosto y septiembre tiene su origen principalmente en tres factores: i) la derrama de subsidios al campo (Procampo), que se realiza mediante la emisión de cheques nominativos que son fácilmente intercambiables por billetes y monedas fue significativa en esas fechas; ii) un importante incremento en el efectivo en caja de los bancos; y iii) la mayor preponderancia de los billetes y monedas como medio de pago en sustitución del cheque. Esta sustitución puede estar en parte explicada por la política de la banca comercial enfocada a reducir costos y aumentar comisiones por el manejo de cuentas de cheques. En consecuencia, excluyendo lo acontecido en

fechas recientes, la evolución observada de la base monetaria ha sido por lo general coincidente con la pronosticada y en ningún momento ha sido el resultado de un relajamiento de la política monetaria.

**Gráfica 57**

**Traectoria Observada y Anticipada de la Base Monetaria**

Saldos diarios



Datos observados hasta el 21 de septiembre de 1999.

En la sección precedente (III.6), en la que se analiza con detalle el desenvolvimiento de la inflación en 1999, se arriba a la conclusión de que el crecimiento acumulado de los precios ha sido congruente con el originalmente anticipado. De ahí que no deba sorprender el hecho de que la base monetaria se haya mantenido, en términos generales, apegada a lo previsto.

Lo anterior implica que si bien han existido factores de tipo coyuntural que han favorecido una tendencia declinante en el ritmo de crecimiento de los precios (la trayectoria de los precios de las frutas y legumbres y del tipo de cambio, por ejemplo) la postura restrictiva de la política monetaria ha limitado la posibilidad de que los choques externos afectaran, a través de un ajuste abrupto del tipo de cambio, la dinámica subyacente de la inflación y las expectativas inflacionarias a mediano y largo plazo.

A continuación se analizan las medidas de política monetaria que ha adoptado el Banco de México en el transcurso de 1999.

A principios del año, los mercados financieros nacionales reaccionaron al problema cambiario de Brasil y a la expectativa de que la inestabilidad financiera de ese país se extendiera a otras economías de las llamadas emergentes. Dicha expectativa tenía sustento en la experiencia de los mercados financieros internacionales a raíz de la crisis asiática de mediados de 1997 y de la decisión del gobierno ruso de declarar una moratoria unilateral sobre el pago de sus deudas en agosto de 1998.

Ante el desplazamiento de la banda de la divisa brasileña y el consiguiente temor de una contracción adicional en la disponibilidad de recursos externos hacia los países emergentes, el peso mexicano se depreció significativamente. Inmediatamente después del ajuste cambiario en Brasil, la cotización de la moneda nacional alcanzó un nivel de 11.4 pesos por dólar. En respuesta a esta situación, el mismo 13 de enero, fecha en que las autoridades brasileñas determinaron la ampliación de su banda cambiaria, el Banco de México decidió restringir la política monetaria aumentando el “corto” de 130 a 160 millones de pesos. Ello, con el objeto de limitar la depreciación de la moneda nacional, restablecer el orden en el mercado cambiario y preservar las posibilidades de alcanzar el objetivo de inflación de 13 por ciento para 1999. El tipo de cambio reaccionó favorablemente a la medida (ver Gráfica 58).

Sin embargo, dos días después, la determinación de dejar flotar al real reavivó la volatilidad en los mercados. La moneda nacional se depreció considerablemente una vez que se conoció la noticia del real, superando momentáneamente el nivel de 11 pesos por dólar, aunque más tarde en el día sobreviniese una rápida corrección. Finalmente el peso terminó la jornada del 15 de enero incluso con una apreciación respecto del dólar (a 10.25 pesos por dólar). Esta favorable reacción del tipo de cambio no fue única; otras variables como las tasas de interés y el índice de precios y cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores también evolucionaron en forma satisfactoria. No cabe duda que la reacción previa de la autoridad monetaria contribuyó a generar un ambiente de estabilidad en los mercados financieros nacionales.

El comportamiento de los mercados financieros nacionales y, en específico, el del tipo de cambio en las semanas subsecuentes al

ajuste cambiario en Brasil propició que las expectativas inflacionarias no se vieran mayormente afectadas, e inclusive que comenzaran a mostrar una tendencia declinante (ver Gráfica 49).

**Gráfica 58 Tasa de Captación, Tipo de Cambio Spot y Objetivos de Saldos Acumulados**



Ultima observación: 22 de septiembre de 1999.

Con el objeto de reforzar la efectividad de los instrumentos de la política monetaria y en específico con la intención de aumentar la capacidad del Instituto Emisor para influir sobre el comportamiento de las tasas de interés de corto plazo, en el mes de febrero la Junta de Gobierno determinó la obligación de las instituciones de crédito para que a partir del 15 de ese mes constituyeran depósitos en el propio Instituto Central a un plazo indefinido y a razón de 5,000 millones de pesos por día hábil hasta alcanzar un monto acumulado de 25,000 millones de pesos. Dichos depósitos devengarían una tasa de interés equivalente a la TIIE a 28 días. La distribución de los depósitos referidos entre las instituciones de crédito se realizó en función de sus pasivos totales al cierre de 1998.

La liquidez que se llegase a retirar por virtud de esa medida, sería repuesta en su totalidad por el Banco Central mediante operaciones de mercado abierto a muy corto plazo. Así, a través de la constitución del mencionado depósito obligatorio, que representa un pasivo de largo plazo del Banco de México, y por vía de la

reposición de la liquidez mediante operaciones de corto plazo, el Instituto Central obtiene una posición acreedora (día con día) en el mercado de dinero.

El que el Banco de México adquiriera tal posición acreedora significa que el mercado de dinero inicie el día con un faltante de liquidez derivado principalmente de pagos que las instituciones de crédito deben hacer al propio Banco de México, y que éste tiene que reponer mediante operaciones de mercado abierto. En estas circunstancias, el Instituto Central inyecta la liquidez faltante mediante subasta, por lo que aquellos participantes que ofrecen las tasas de interés más altas son los que obtienen los fondos. La importancia de este procedimiento es que al convertirse el Banco de México en el principal oferente de liquidez en el mercado de dinero, se imprime un sesgo alcista a las tasas de interés aumentando la efectividad del “corto” como medida restrictiva. Así, al proporcionar con mayor frecuencia a la banca la liquidez faltante mediante subasta, el Instituto Emisor tiene más influencia sobre la evolución de las tasas de interés de corto plazo. El mecanismo de los depósitos obligatorios no sustituye, sino que complementa, a los “cortos”.

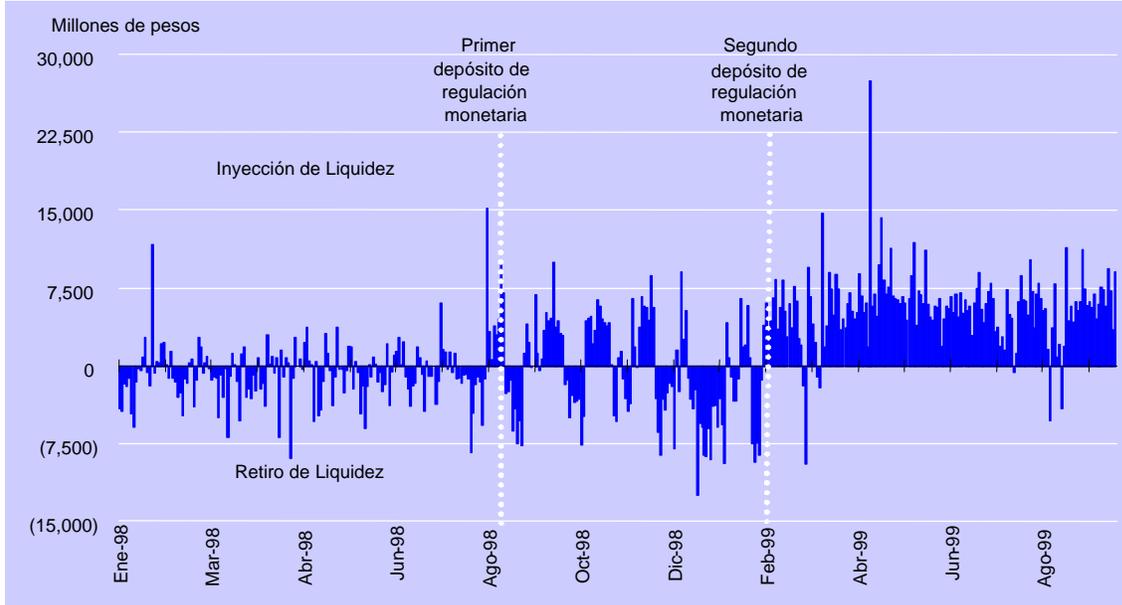
Desde principios de 1997 la posición del Banco de México en el mercado de dinero pasó de acreedora a deudora. Esto se debió fundamentalmente a la gran acumulación de activos internacionales que el Banco realizó durante ese año, la cual tuvo como contrapartida un aumento de la liquidez en moneda nacional en el mercado de dinero.

Una posición deudora del Banco Central frente al mercado de dinero significa que al inicio de la sesión diaria de dicho mercado se crea un exceso de liquidez, lo cual obliga al Instituto Emisor a substraer los recursos sobrantes mediante nuevas operaciones de mercado abierto. Esto también se hace a través de subastas, por lo que aquellas instituciones de crédito que ofrecen las menores tasas de interés son las que acaban entregando dichos recursos al Banco de México. Independientemente de las condiciones macroeconómicas prevalecientes, esta situación le imprime cierto sesgo a la baja a las tasas de interés de corto plazo. De ahí que cuando el Banco de México tiene frente al mercado una posición deudora le resulte difícil inducir aumentos en las tasas de interés mediante el uso de “cortos”.

La constitución de depósitos obligatorios por parte de la banca en el Banco de México ha permitido que éste se mueva en

poco tiempo en la dirección de lograr una posición acreedora en el mercado de dinero (ver Gráfica 59).

**Gráfica 59 Intervención Diaria del Banco de México en el Mercado de Dinero**



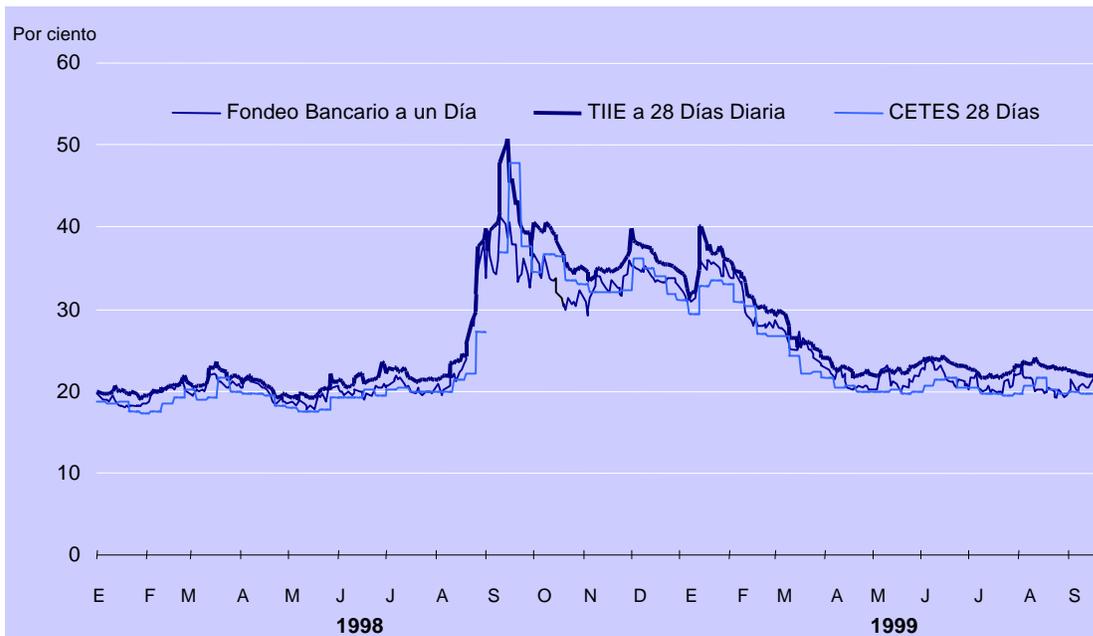
Ultima observación: 22 de septiembre de 1999.

A partir de mediados de mayo, el entorno internacional se ensombreció por varios factores. Los principales motivos de preocupación para el mercado en ese entonces fueron la presión sobre el sistema de convertibilidad argentino, así como el posible repunte de la inflación en Estados Unidos, lo cual eventualmente podría cambiar la postura de la política monetaria de ese país. Este ambiente indujo cierta contracción de los flujos de capital hacia las economías emergentes --entre las que se encuentra México. El resultado fue una presión transitoria sobre el tipo de cambio que se disipó en junio al darse a conocer un aumento de 0.25 puntos porcentuales en la tasa de referencia de la Junta de la Reserva Federal. La posibilidad de que las autoridades monetarias de los Estados Unidos realizaran posteriormente un ajuste adicional a su objetivo de tasas de interés, generó cierto nerviosismo en los mercados financieros mexicanos. Las presiones referidas se vieron acentuadas por asuntos de orden interno, entre los que destaca la suspensión de la cotización del Grupo Financiero Serfin en la Bolsa Mexicana de Valores y su posterior intervención. En agosto, una vez ocurrido el segundo ajuste del año de la Junta de la Reserva Federal en su objetivo de tasas de interés y su pronunciamiento hacia una política monetaria neutral, se disipó el nerviosismo que había aflorado.

Así, durante el año los mercados financieros nacionales han respondido tanto a los acontecimientos de orden interno como externo. Si bien, tal como se señaló con anterioridad, los acontecimientos externos han resultado más favorables que lo anticipado, la incertidumbre aún prevaleciente respecto del desempeño de la economía mundial y sobre los acontecimientos internos de orden político, característicos de todo proceso democrático, han redundado en cierto nerviosismo sobre la evolución futura de las principales variables macroeconómicas y financieras. Dicha incertidumbre se ha manifestado principalmente en el comportamiento de las tasas de interés (ver Gráfica 60).

Las tasas de interés nominales han registrado a lo largo del año disminuciones importantes, regresando inclusive a niveles similares a los observados en marzo de 1998, antes de que el Banco de México modificara la postura de su política monetaria para pasarla de neutral a restrictiva. No obstante lo anterior, las tasas resultan aún elevadas en términos reales.

**Gráfica 60 Comportamiento de las Tasas de Interés Nominales**



Última observación: 22 de septiembre de 1999.

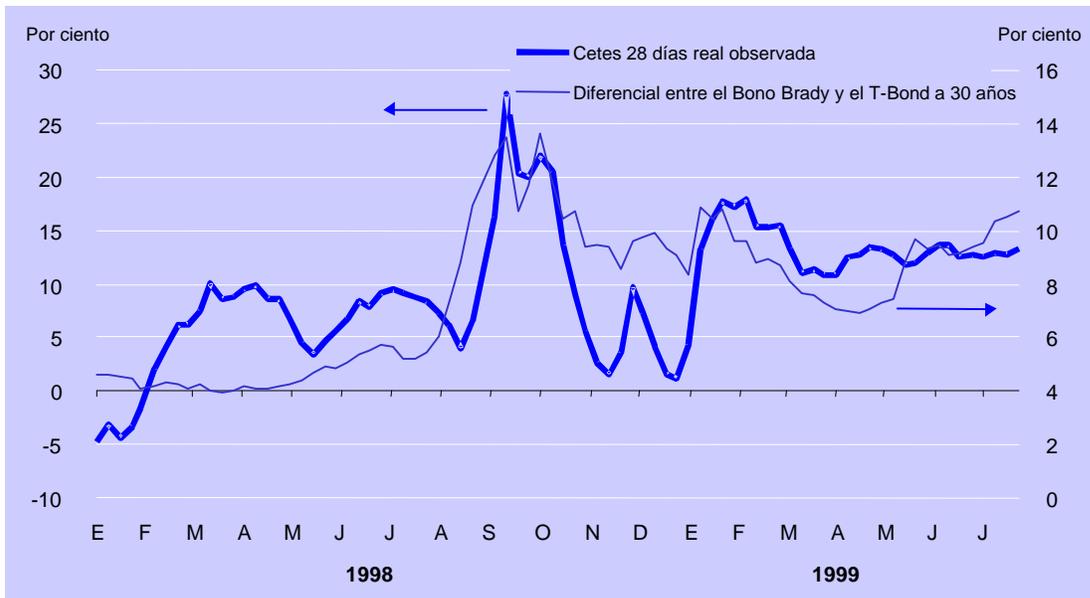
Sin duda las acciones restrictivas del Banco de México han propiciado un incremento temporal en las tasas de interés, tanto nominales como reales. Sin embargo, la permanencia de las tasas de interés reales en niveles relativamente elevados es principalmente atribuible a factores no monetarios y, por ende, ajenos a la referida

postura restrictiva. La Gráfica 61 muestra la estrecha correlación entre la tasa de interés real en México y el diferencial entre el rendimiento neto del bono Brady a descuento de México y el rendimiento del bono gubernamental de los Estados Unidos a 30 años. Como puede observarse, gran parte del comportamiento reciente de las tasas de interés reales en México obedece a la incertidumbre que durante los últimos meses ha caracterizado a las economías emergentes.

Cabe recordar que en el contexto de una economía abierta, con mercados financieros integrados internacionalmente, ningún banco central en el mundo puede propiciar disminuciones sostenidas de las tasas de interés reales por vías distintas al abatimiento de la inflación. La adopción de políticas monetarias laxas con el objeto de reducir artificialmente las referidas tasas de interés, redundan invariablemente en el deterioro de las expectativas de inflación y el consecuente incremento en la prima de riesgo por mantener inversiones denominadas en moneda nacional.

**Gráfica 61 Tasa de Interés Real y Diferencial entre el Bono Brady a Descuento y el Treasury Bond a 30 Años <sup>1/</sup>**

Puntos porcentuales



1/ Información semanal, última observación 29 de julio de 1999.

El establecimiento o la ampliación de un “corto” generalmente se traduce en un incremento temporal de las tasas de interés de corto plazo. Dicho incremento busca limitar el efecto

sobre los precios de las distintas presiones que se manifiestan. A manera de ejemplo, ante la ocurrencia de una depreciación abrupta del tipo de cambio, el incremento de las tasas de interés producto de un “corto” responde al objetivo de restablecer el orden en el mercado de cambios y limitar el impacto del ajuste cambiario sobre las expectativas inflacionarias y, por consiguiente, sobre la inflación misma. La experiencia del Banco de México con la instrumentación de los “cortos” ilustra con claridad que dicho instrumento de política monetaria no impide la posterior disminución de las tasas de interés. Más aún, la permanencia del “corto” ha facilitado que el ajuste a la baja de las tasas de interés se realice en forma ordenada sin trastornar la estabilidad de los mercados financieros nacionales (ver Gráfica 58).

Cabe señalar que si bien durante el transcurso de 1999 la inflación ha seguido una trayectoria similar al objetivo planteado inicialmente por la autoridad monetaria, la política monetaria ha mantenido el sesgo restrictivo que se adoptó a principios de 1998. La justificación de mantener una postura de política monetaria restrictiva aún en el caso de haberse obtenido resultados favorables en el frente inflacionario obedece fundamentalmente a las siguientes razones: i) las economías emergentes aún enfrentan un entorno internacional sumamente incierto; y ii) la economía mexicana se encuentra inmersa en un proceso de desinflación. Ante tales circunstancias, la única alternativa para converger en el mediano plazo a las tasas de inflación de nuestros principales socios comerciales es mediante la adopción de una política monetaria cautelosa, orientada a propiciar un ambiente de estabilidad en los mercados financieros nacionales. Cabe agregar que conforme las expectativas inflacionarias del público coincidan con los objetivos de inflación de la autoridad, el proceso de convergencia señalado será menos costoso y tomará menos tiempo.

Una consecuencia muy importante del esquema monetario vigente en México, es que tanto el tipo de cambio como las tasas de interés son determinados en lo fundamental por las fuerzas del mercado. Por tanto, cuando las condiciones imperantes en los mercados se modifican, son los propios participantes a través de sus operaciones los que deciden la distribución del ajuste entre el tipo de cambio y las tasas de interés.

Durante el presente año, el tipo de cambio ha permanecido relativamente estable con una tendencia hacia la apreciación. Por su parte, si bien las tasas de interés han disminuido, su ajuste no ha sido de la magnitud que se hubiera anticipado dada la evolución de otros

indicadores tales como la propia inflación y las expectativas inflacionarias. La incertidumbre aún prevaleciente en el entorno internacional, la cual se manifiesta con claridad en el rendimiento neto de los bonos Brady a descuento de las distintas economías emergentes, así como la prima de riesgo asociada al proceso político interno del año 2000, son acontecimientos que han tendido a manifestarse en el nivel de las tasas de interés.

Más aún, la inestabilidad que por lo general caracteriza a los procesos inflacionarios y el que México todavía presente niveles de inflación superiores a los de sus principales socios comerciales, obliga a los distintos participantes del mercado financiero a establecer primas de riesgo para sus operaciones denominadas en pesos. Por otro lado, la sustancial mejoría del precio internacional del petróleo y el comportamiento reciente de la balanza comercial de nuestro país, explican en parte la trayectoria del tipo de cambio a lo largo del año.

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

Lo anterior no significa que en algunas ocasiones el Banco de México no trate de influir en el comportamiento de las tasas de interés o del tipo de cambio. Dicha influencia se lleva únicamente a cabo con el propósito de coadyuvar a la baja de la inflación y de mantener condiciones ordenadas en los mercados cambiario y de dinero. Sin embargo, las acciones del Instituto Central no tienen la intención de defender niveles específicos del tipo de cambio o de las tasas de interés. Así, las intervenciones que lleva a cabo el Banco de México en el mercado no contravienen la naturaleza del régimen de flotación, una de cuyas características principales es no predeterminar el nivel del tipo de cambio.

\* \* \*

Como se menciona al inicio de esta sección, el programa monetario para 1999 incluye límites trimestrales para las variaciones del crédito interno neto y el compromiso de cuando menos no desacumular activos internacionales netos en el año. Por lo que toca

al crédito interno neto, el programa anticipó un flujo efectivo acumulado negativo al cierre del tercer trimestre del año, de 10,239 millones de pesos. Dado que dicho límite es negativo, esto implica que el crédito interno neto debería caer por lo menos en el monto señalado.

En el lapso comprendido del último día de 1998 al 21 de septiembre de 1999, los activos internacionales netos aumentaron 3,239 millones de dólares, lo cual supera lo previsto en enero del año en curso (ver gráfica 62), y resulta muy favorable a la luz de las turbulencias financieras internacionales de principios del año.

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 comportamiento tanto de la base monetaria como de los activos internacionales netos.

**Gráfica 62**                      **Activos Internacionales Netos en 1999**  
Flujos Acumulados\*



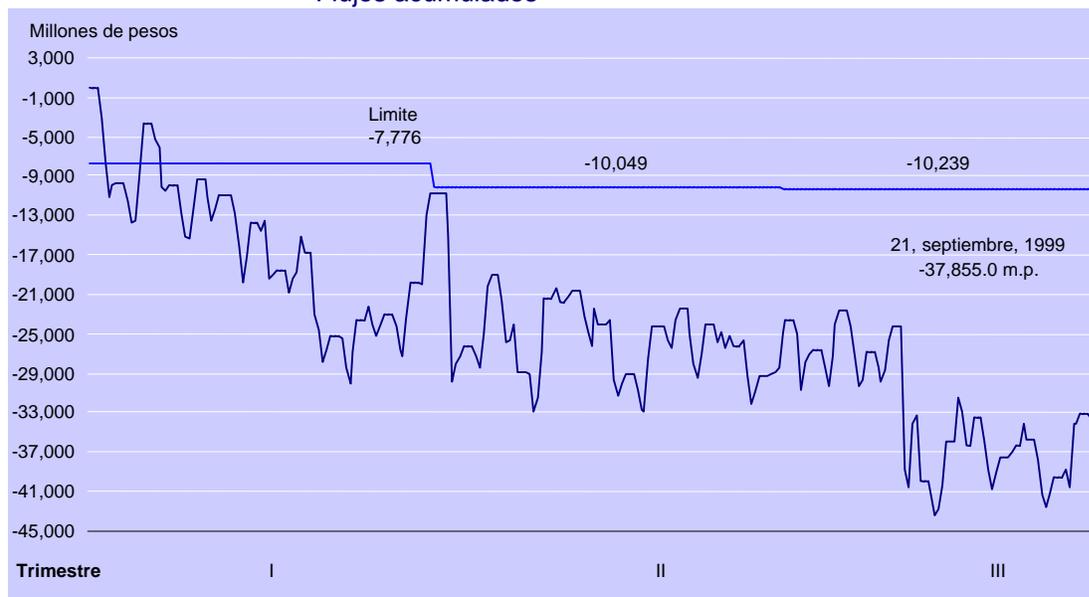
\* La acumulación es a partir del inicio del año.  
Fuente: Banco de México.

Al 21 de septiembre del año en curso, el flujo efectivo acumulado del crédito interno neto registró una caída de 37,855 millones de pesos, por lo que a esa fecha se satisfacía ampliamente el límite acordado en el Programa Monetario (ver Gráfica 63).

Gráfica 63

**Crédito Interno Neto en 1999**

Flujos acumulados\*



\* La acumulación es a partir del inicio del año  
Fuente: Banco de México.

**IV.2. Política Cambiaria**

Durante el tiempo transcurrido de 1999, el tipo de cambio del peso mexicano frente al dólar de los Estados Unidos --en el contexto del régimen de flotación vigente-- ha mostrado una tendencia general hacia la apreciación, interrumpida sólo ocasionalmente por los factores externos extraordinarios comentados en las secciones anteriores.

En general, a lo largo de 1999 el régimen cambiario de flotación ha mostrado su efectividad para absorber las perturbaciones provenientes del exterior. No cabe duda que el cambiante entorno internacional, las características inestables de los flujos de capital y de los distintos mercados financieros hacen que en la actualidad la libre flotación de la moneda nacional sea el régimen cambiario más idóneo para la economía mexicana.

La flotación tiene la gran virtud de hacer improbable que el tipo de cambio se aleje, de manera persistente y considerable, de niveles congruentes con las condiciones fundamentales de la economía. Por otra parte, una importante ventaja de la flotación es que desalienta las inversiones internacionales de corto plazo, al disminuir su rentabilidad previsible una vez ajustada por riesgo

cambiario. Las ventajas del régimen de flotación han dado lugar a que economías que tradicionalmente operaron bajo esquemas cuya característica principal era acotar los movimientos del tipo de cambio, tales como la chilena, hayan recurrido recientemente a la flotación.

Los tipos de cambio de otros países con regímenes de flotación, han mostrado un comportamiento equiparable al del peso con respecto al dólar. Para efectos de comparación, el Cuadro 30 muestra la volatilidad de una amplia selección de divisas incluyendo al peso mexicano. En dicho cuadro destaca el hecho de que, a lo largo del año, el peso ha registrado una volatilidad muy similar, y en algunos casos inclusive menor, que la de las divisas de países que tradicionalmente han tenido fundamentos económicos robustos y políticas coherentes.

Cuadro 30

### Volatilidad de los Tipos de Cambio frente al Dólar de las Monedas Nacionales de algunos Países

Volatilidad anualizada\* (por ciento)

	Volatilidad Anualizada <sup>1</sup> (En por ciento)							
	1996-I	1996-II	1997-I	1997-II	1998-I	1998-II	1999-I	1999-II**
México	5.99%	5.31%	4.92%	10.69%	6.68%	10.95%	9.92%	7.97%
Nueva Zelandia	5.56%	6.01%	5.88%	8.61%	12.45%	14.95%	9.54%	9.81%
Australia	6.10%	6.70%	7.65%	10.29%	11.91%	14.93%	12.09%	16.46%
Finlandia	7.43%	7.28%	10.04%	9.51%	8.31%	9.17%	8.85%	9.83%
Suecia	8.02%	7.28%	10.26%	10.58%	9.57%	12.59%	8.73%	9.32%
Canadá	3.64%	3.33%	5.46%	4.24%	4.32%	6.95%	5.72%	5.89%
Italia	5.97%	5.73%	8.95%	9.15%	7.82%	9.29%	8.86%	9.84%
Sudáfrica	13.86%	7.20%	5.25%	4.34%	5.35%	23.07%	12.01%	6.48%
Reino Unido	5.60%	6.30%	8.13%	8.03%	7.11%	7.33%	6.86%	7.63%
Suiza	7.77%	8.84%	11.70%	9.81%	8.70%	10.91%	9.63%	10.44%
Japón	8.14%	7.09%	12.56%	12.29%	12.56%	20.08%	13.60%	11.48%
Alemania	6.28%	6.87%	9.79%	9.76%	8.14%	9.15%	8.87%	9.84%

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

\*\* Hasta el 22 de septiembre de 1999.

Siguiendo los lineamientos establecidos por la Comisión de Cambios,<sup>17</sup> durante 1999 el Banco de México ha participado en el mercado cambiario mediante dos mecanismos: el establecido para la compra de dólares a través de opciones y por medio del esquema de ventas contingentes de dólares.

El esquema de opciones, suspendido temporalmente en octubre de 1998 a raíz de la gran volatilidad entonces prevaleciente

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

en el mercado, originada por la contracción de liquidez asociada con la abrupta reducción de los flujos de capital hacia México, ha sido muy apropiado para acumular reservas internacionales en el contexto de un régimen de flotación.

Al menos dos razones permiten validar ese juicio. La primera, que 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. Segunda y quizá más importante, que dicha fórmula no altera la naturaleza del régimen de flotación, una de cuyas características principales es la de no predeterminedar el nivel del tipo de cambio.

Durante el tiempo transcurrido de 1999, el Banco de México ha comprado 1,930 millones de dólares a través del mencionado mecanismo de opciones (ver Cuadro 31), monto superior al adquirido en el periodo enero-septiembre de 1998 (1,428 millones de dólares). De hecho, durante el presente año en todos los meses se han presentado en el mercado cambiario las condiciones para 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 ejecutaron las opciones subastadas. Lo anterior se explica por la marcada tendencia hacia la apreciación que ha mostrado el tipo de cambio en este año en contraste con la tendencia hacia la depreciación en 1998.

**Cuadro 31**

**Compra de Dólares a Instituciones de Crédito Mediante el Mecanismo de Opciones**

Millones de dólares

	Monto Subastado	Monto Ejercido
<b>1998*</b>	2,750	1,428
<b>1999</b>		
Enero	250	215
Febrero	250	250
Marzo	250	250
Abril	250	250
Mayo	250	205
Junio	250	250
Julio	250	180
Agosto	250	200
Septiembre**	250	130
<b>Total</b>	<b>2,250</b>	<b>1,930</b>

\* Durante 1998 el esquema de opciones estuvo vigente de enero a septiembre.

\*\* Cifras al 22 de septiembre.

En la Gráfica 64 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. Conviene notar 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 que su promedio de los veinte días hábiles inmediatos anteriores. En la referida gráfica se percibe claramente que, con excepción de algunos episodios breves de 1999, coincidentes con los choques externos descritos anteriormente, en todo el periodo se presentó la condición para la ejecución de las opciones.

En suma, el mecanismo de opciones ha cumplido con el objetivo primordial para el cual fue creado: permitir la acumulación de reservas internacionales en el contexto de un régimen de tipo de cambio flotante. Al respecto, la Comisión de Cambios consideró en su momento que un monto apropiado de activos internacionales contribuye a aumentar la solidez financiera del país, lo que a su vez hace posible que México obtenga mejores condiciones en su financiamiento externo.

**Gráfica 64 Tipo de Cambio Interbancario de Referencia (fix) y su Promedio Móvil de los últimos 20 días hábiles**

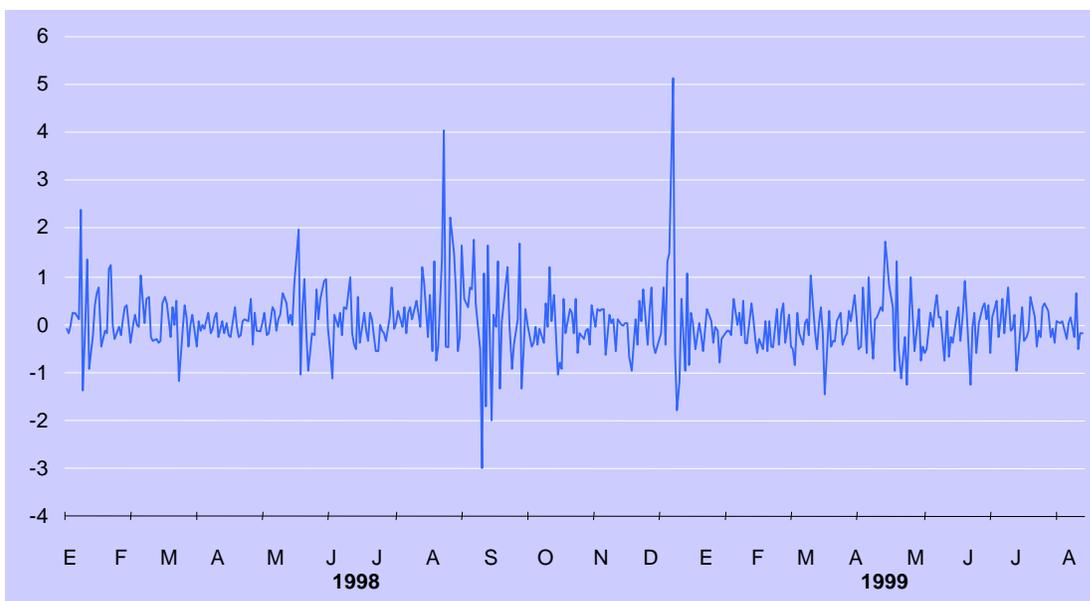


\* Última observación: 22 de septiembre de 1999.

En contraste con lo sucedido en 1998, en los meses transcurridos del presente año el Banco de México ha participado con menor frecuencia en el mercado de cambios por conducto del esquema de ventas contingentes de dólares. Como se recordará, conforme a la fórmula correspondiente el Instituto Emisor ofrece diariamente en subasta 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 registrado el día hábil inmediato anterior. Ciertamente, la variabilidad diaria que ha mostrado el tipo de cambio durante 1999 ha sido menor que la de 1998 (ver Gráfica 65)<sup>18</sup>, por lo que la condición que hace factible que las instituciones de crédito participen en la subasta de venta de dólares se ha presentado con menor frecuencia. En particular, las ocasiones en que este mecanismo se ha activado en 1999 obedecen exclusivamente a las perturbaciones provenientes del exterior mencionadas con anterioridad.

**Gráfica 65** **Cambio Porcentual Diario en el Tipo de Cambio Interbancario de Referencia (fix)**



\* Última observación: 22 de septiembre de 1999.

Por tanto, en el tiempo transcurrido de 1999, el Banco de México ha vendido mediante este mecanismo un total de 405 millones de dólares, siendo que en todo 1998 dicho monto ascendió a 895 millones de dólares (ver Cuadro 32).

18 La gráfica 65 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.

Cuadro 32

## Venta de Dólares a través del Mecanismo de Subasta

Millones de dólares

Fecha	Monto
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
8 de octubre de 1998	200
<b>Total 1998</b>	<b>895</b>
12 de enero de 1999	140
13 de enero de 1999	200
25 de mayo de 1999	65
<b>Total 1999**</b>	<b>405</b>

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

\*\* Cifras al 22 de septiembre de 1999.

Es pertinente reiterar 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 notoria 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 materialización de situaciones de esa naturaleza, es que se decidió adoptar el esquema de ventas contingentes de moneda extranjera. Ello, por cierto, sin incurrir en el peligro 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 en 1999 el Instituto Central ha sido un comprador neto de dólares.

## V. Objetivo de Inflación para el año 2000

---

### V.1. Consideraciones Preliminares

---

La experiencia mundial indica abrumadoramente que un banco central atiende mejor el interés común si se concentra en el combate a la inflación. Cuando la política monetaria logra el objetivo de la estabilidad, crea un entorno monetario y financiero que propicia el desarrollo económico.

La inflación afecta de manera significativa cuatro aspectos fundamentales del desempeño de una economía: el crecimiento de la producción, la evolución de los salarios reales, el cambio en la distribución del ingreso y la solidez de las finanzas públicas.

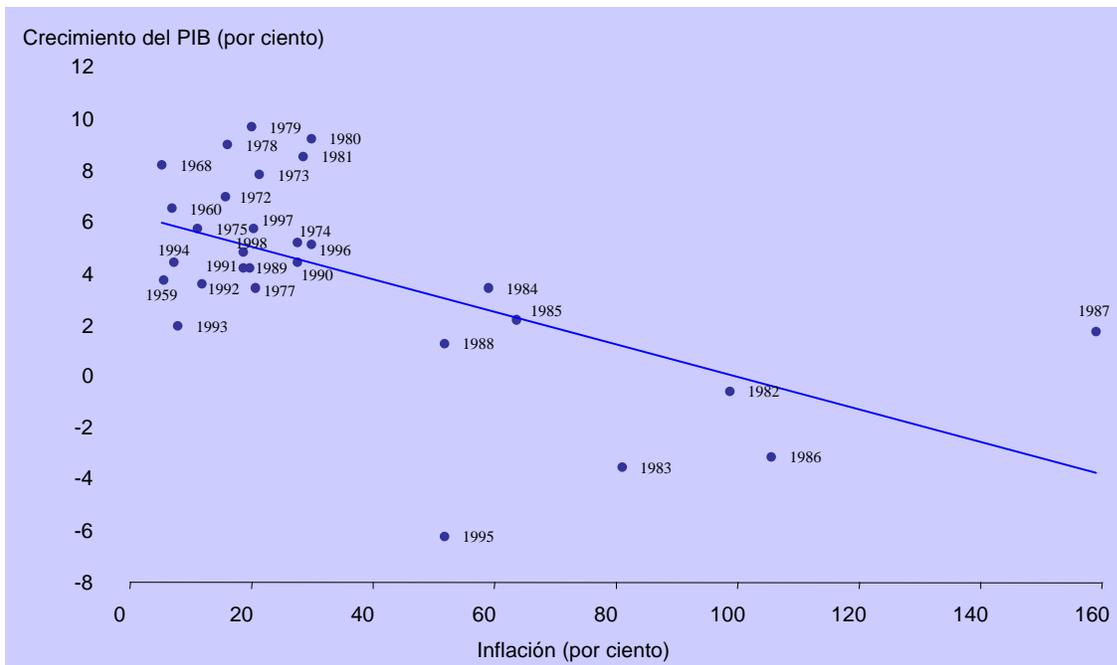
En los tiempos actuales, es cada vez más amplio el acuerdo acerca de los efectos negativos que ejerce la inestabilidad del nivel general de precios sobre el crecimiento económico. Esto ocurre por varias razones. En primer lugar, porque una inflación más alta está asociada con una mayor volatilidad de los precios relativos, generando distorsiones en el sistema de precios que le impiden cumplir con su función más importante: la de enviar a productores y consumidores las señales correctas para una toma de decisiones más eficiente.

Una inflación más elevada también conlleva una mayor incertidumbre sobre la inflación futura, lo cual induce a que los agentes económicos dediquen recursos a recabar e interpretar información que les permita protegerse de sorpresas. La incertidumbre se refleja, entre otras cosas, en las tasas de interés, las cuales se elevan al incorporar una prima de riesgo que compensa al acreedor por la posibilidad de que la inflación resulte mayor que la esperada. Además, por supuesto, la tasa de interés nominal debe incorporar la pérdida del valor real que sufre el principal de cualquier inversión a causa del alza de precios. No es sorprendente, en consecuencia, que en épocas inflacionarias las tasas de interés, reales y nominales, tiendan a ser más elevadas que en condiciones de estabilidad de precios. Finalmente, cuanto mayor es la tasa de inflación, mayor también es el incentivo a reducir el horizonte de planeación, lo que se traduce en un acortamiento de los plazos de los

créditos. En consecuencia, se afecta negativamente tanto la inversión empresarial como el gasto de las familias, lo que hace más lento el crecimiento económico.

La experiencia reciente de México, que se presenta en la Gráfica 66, ilustra claramente los efectos nocivos de la inflación sobre el crecimiento económico. Los datos son contundentes: durante el periodo 1957-1998, en aquellos años en los que se registró una inflación anual de un dígito, el crecimiento anual promedio del producto fue de 6.2 por ciento; en contraste, cuando la inflación fue mayor que lo dicho, el crecimiento fue de sólo 3.8 por ciento.

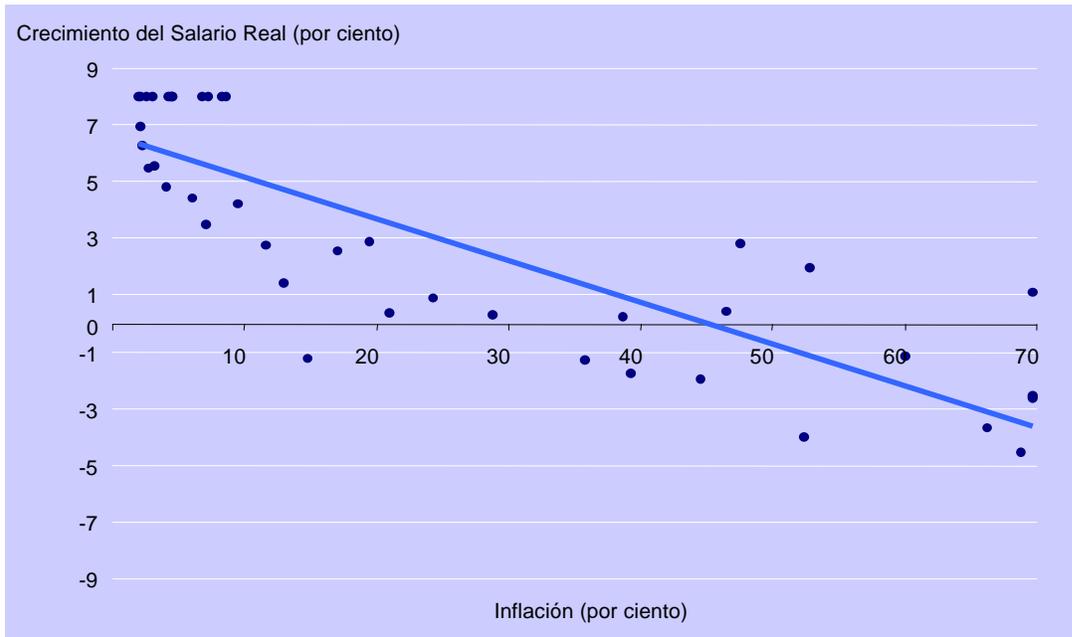
**Gráfica 66 Relación entre Inflación y Crecimiento del PIB en México (1957-1998)**



La evidencia empírica, propia y ajena, también ha corroborado que en épocas de inflación, sobre todo si es alta, los precios se elevan con mayor rapidez que los salarios. Los salarios “pierden la carrera” porque se contratan por periodos fijos, de manera que un error en las expectativas significa una caída del salario real. Por otra parte, cuando los trabajadores demandan incrementos salariales en exceso de los avances de la productividad, ello eleva el costo unitario de la mano de obra. A su vez, las empresas tratan de trasladar dicho aumento a los precios de sus productos, lo cual genera una espiral inflacionaria que redundo en mayores tasas de interés, menor inversión y más débil demanda de trabajo. Este último fenómeno repercute desfavorablemente en los salarios reales y

en la creación de empleos. Los efectos negativos de la inflación sobre los salarios reales se ilustran claramente en la Gráfica 67.

**Gráfica 67** **Crecimiento Anual de los Salarios Reales e Inflación Anual en México\* (1957-1998)**



\* Promedio móvil de 10 años.

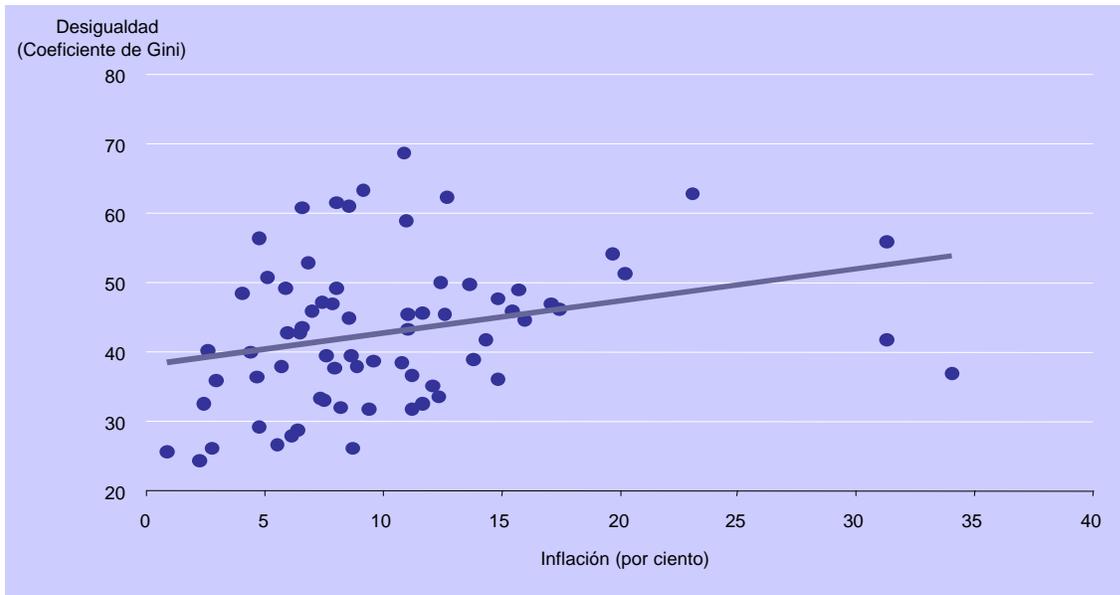
Si se analiza la evolución de los salarios reales en México durante el periodo 1957-1998, en los años con inflaciones anuales mayores que un dígito, la variación anual promedio del salario real fue negativa en 2.7 por ciento. Por otra parte en los años estables el salario real creció 6 por ciento.

Uno de los efectos más perniciosos de las inflaciones elevadas es que inducen una importante redistribución regresiva del ingreso y de la riqueza. En otras palabras, la inflación daña más a quien menos recibe y tiene. Esto sucede porque las personas de escasos recursos mantienen un alto porcentaje de sus activos en billetes y monedas, al no tener acceso a instrumentos financieros que los protejan de las consecuencias nocivas de la inflación. Los efectos regresivos de la inflación sobre la distribución del ingreso han sido confirmados por numerosos estudios, tanto en el ámbito internacional como nacional. A continuación, en la Gráfica 68 se presentan los resultados de una comparación internacional<sup>19</sup> en donde se observa la relación directa que existe entre la inflación y la desigualdad de los

19 Se estudió la experiencia de 70 países durante el periodo 1970-1997.

ingresos entre la población<sup>20</sup>. En una investigación reciente del caso específico de México, se encontró que una disminución de la inflación de cinco puntos porcentuales, produciría en el largo plazo un aumento de 11.4 por ciento del ingreso per cápita en el quintil más pobre de la población<sup>21</sup>.

**Gráfica 68 Relación entre Desigualdad e Inflación a Nivel Internacional**



Finalmente, la inflación también daña de manera drástica a las finanzas públicas. Esto se explica porque al ser tradicionalmente el sector público un deudor neto en la economía, el aumento de las tasas de interés reales y nominales, asociado a mayores tasas de inflación, eleva significativamente el servicio de los pasivos.

En suma, la abundante evidencia empírica relativa a los efectos negativos de la inflación, provee sustento a la tesis de que un banco central puede contribuir de manera más efectiva al bienestar de la sociedad mediante la aplicación de una política monetaria orientada a procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. El convencimiento público acerca de los males asociados con la inflación ha sido tal que, en los países industrializados ésta se ha reducido de un promedio de 5 por ciento a mediados de los años

20 La desigualdad se mide utilizando el coeficiente de Gini. Este índice es uno de los más utilizados para medir la desigualdad de los ingresos de la población y se construye como el promedio aritmético de todas las diferencias entre los ingresos de los diferentes deciles de la población como proporción del ingreso promedio.

21 Documento de Investigación N° 9806 " El Efecto de la Inflación en la Distribución del Ingreso", Banco de México.

ochenta a solamente 2 por ciento en la actualidad. Un fenómeno similar se ha presentado en Latinoamérica, donde tradicionalmente se observaron niveles elevados de inflación y, en algunos casos, episodios hiperinflacionarios. Hoy día, en Argentina, Brasil y Chile, países donde se presentaron estos fenómenos, se observan inflaciones de un dígito.

De acuerdo con esta perspectiva, es claro que consolidar la estabilización en curso representa una prioridad estratégica para que la nación asegure un desarrollo económico y social continuo.

Si bien el esfuerzo estabilizador realizado durante los últimos años ha sido exitoso, la inflación de México aún se encuentra muy por encima de la de sus principales socios comerciales. Eliminar esta discrepancia constituye el objetivo de mediano plazo propuesto por la Junta de Gobierno de este Instituto Central. Por tanto, el Banco de México continuará encabezando la tarea que le compete de acuerdo con su mandato legal, mediante la aplicación de una política monetaria con un sesgo restrictivo.

## **V.2. Objetivo del Programa Monetario**

---

Una estrategia apropiada de estabilización debe trascender el horizonte inmediato. Con esta óptica, la Junta de Gobierno del Banco de México propuso como meta de mediano plazo del esfuerzo estabilizador, la convergencia con la “inflación externa” para finales del año 2003. Con el propósito de establecer una referencia de corto plazo en esa trayectoria hacia la estabilidad de precios, el Banco de México y el Gobierno Federal han acordado establecer como objetivo para el año 2000, una tasa de inflación anual que no exceda de 10 por ciento.

El anuncio de la meta de inflación para el año próximo disminuirá la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de las principales variables nominales. La intención es facilitar las decisiones de los agentes económicos y de las autoridades financieras en el último trimestre del año. A manera de ejemplo, en las negociaciones salariales que tendrán lugar en los últimos meses de 1999, la expectativa de inflación relevante deberá ser la de los doce meses siguientes a la firma de cada contrato. Igual lógica se aplica para todas aquellas decisiones de precios y de presupuestación que se realicen en ese mismo periodo. Debido a que las acciones de política monetaria afectan a la inflación con un rezago considerable, la

postura de política monetaria de los próximos meses influirá de manera importante sobre la evolución de los precios durante el año 2000.

Si bien una política monetaria restrictiva es un elemento indispensable en la lucha contra la inflación, por lo general no resulta suficiente para lograr el resultado deseado a un costo socialmente aceptable. En particular, la consecución del objetivo podría verse afectada, por ejemplo, por causa de ajustes imprevistos a los precios y tarifas públicos, por incrementos salariales incompatibles con los aumentos de productividad o por la adopción de una política fiscal incongruente. Por tanto, para conseguir el abatimiento de la inflación que la comunidad demanda, con el menor sacrificio social posible, la política monetaria requiere de la concurrencia de las demás políticas económicas, en particular de las mencionadas antes.

Cabe destacar que ninguna estabilización es sostenible sin una sana postura fiscal. Además, en el corto plazo son de relevancia --como se observó en 1998-- los ajustes imprevistos en los precios y tarifas públicos. Es importante resaltar que a pesar de su efecto de corto plazo sobre el nivel de precios, dichos ajustes fueron necesarios para evitar el deterioro de las finanzas públicas, el cual se hubiese traducido a la larga en mayor inflación.

Otro factor de naturaleza fiscal que podría obstaculizar la consecución del objetivo de inflación, sería el aumento de los impuestos indirectos. Si bien dicho incremento podría fortalecer los ingresos públicos, sería casi imposible evitar que impactara de inmediato sobre los precios de los productos y servicios gravados.

En cuanto a los choques externos --como la caída de los términos de intercambio o una contracción drástica de los flujos de capital--, éstos inducen una depreciación del tipo de cambio real de equilibrio. Ello implica que los bienes comerciables internacionalmente deben encarecerse para que ocurra la corrección necesaria en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Un ajuste del tipo de cambio real puede darse mediante múltiples combinaciones de depreciación nominal e inflación. Lo deseable es que dicho ajuste se alcance con la menor depreciación nominal y la inflación más moderada, buscando minimizar los trastornos en la economía. En el pasado reciente, las intervenciones del Banco de México en respuesta a este tipo de perturbaciones se han enfocado a cumplir con el objetivo mencionado, mediante la aplicación de una política monetaria restrictiva. Una medida de tal corte intenta aminorar el

impacto directo de dichos choques, y evitar la contaminación de las expectativas inflacionarias y de la dinámica subyacente de la inflación.

Sin embargo, toda vez que en nuestra economía existen rigideces de precios a la baja, el alza de los precios de los bienes comerciables asociada a la depreciación eleva el nivel general de precios y, por ende, la tasa de inflación. Si mediante la política monetaria se intentara eliminar totalmente el impacto inflacionario de los movimientos cambiarios, el aumento de las tasas de interés resultaría extremadamente elevado, con consecuencias muy perjudiciales sobre los sectores real y financiero de la economía. Esta es la razón por la cual la aparición de choques externos negativos de magnitud considerable complica en el corto plazo la consecución de las metas de inflación. Por otra parte, si bien estas perturbaciones justifican en el plazo inmediato las desviaciones de la inflación respecto de la meta, también obligan a la autoridad monetaria a redoblar sus esfuerzos para cumplir con los objetivos de estabilización de mediano plazo. De esta manera, la ratificación del objetivo de más largo plazo y la reacción decidida de la autoridad se complementan para evitar una revisión al alza de las expectativas de inflación para el mediano plazo ante la ocurrencia de choques externos.

En ausencia de perturbaciones severas, ya sean de carácter interno o externo, el objetivo de inflación para el año 2000 representa una meta intermedia, exigente pero realista, en el camino hacia la convergencia con la inflación externa.

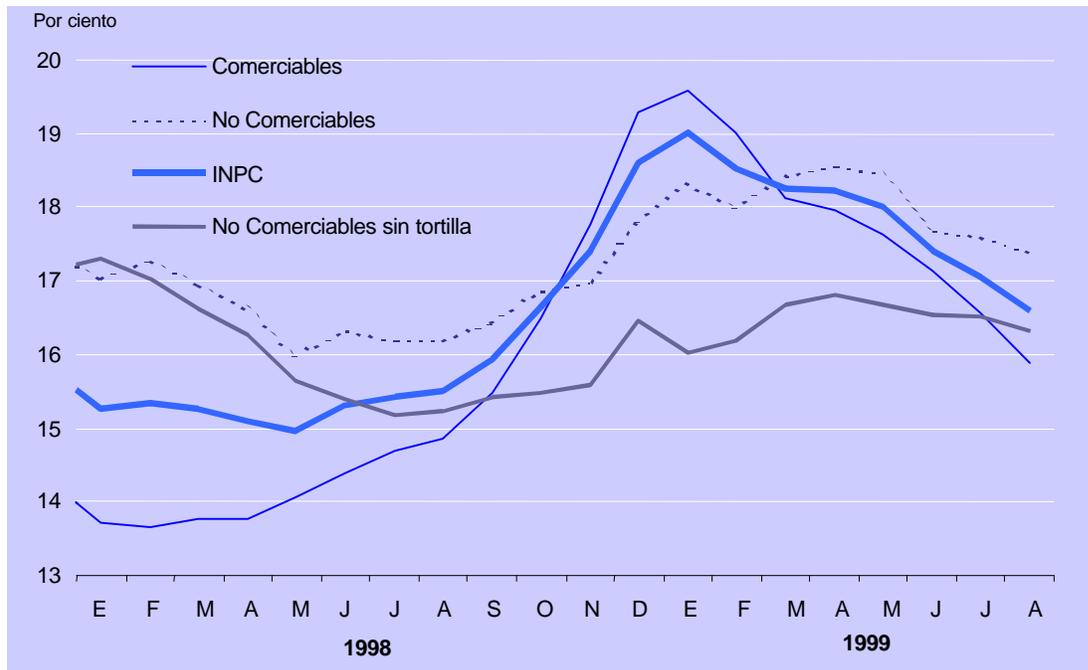
### **V.3. Perspectivas de Inflación y el Objetivo del Año 2000**

El comportamiento favorable de la inflación en los últimos ocho meses, podría llevar a la conclusión de que lograr una inflación que no exceda de 10 por ciento para finales del año próximo representa una meta poco ambiciosa. Sin embargo, a continuación se analiza la evolución reciente de una batería de subíndices de precios que revela claramente que, en gran medida, la desinflación conseguida hasta el momento se debe al comportamiento del tipo de cambio y a su efecto sobre los precios de los bienes comerciables. En contraste, la dinámica de los precios de los bienes y servicios no comerciables, que se encuentra determinada principalmente por las expectativas de inflación y los costos laborales, no ha hecho una contribución importante a la estabilización.

Gráfica 69

### Evolución de Distintos Subíndices de Precios

Variaciones anuales



FUENTE: Banco de México.

Como se muestra en la Gráfica 69, el crecimiento del Índice Nacional de Precios al Consumidor (el más general de los indicadores de inflación) retomó a partir de enero de 1999 la tendencia decreciente que había registrado desde principios de 1996 y que mantuvo hasta el verano de 1998. El fenómeno coincide con el comportamiento de los precios de los bienes comerciables, pero no con el de los precios de los bienes no comerciables, cuyo ritmo no mostró una reducción importante sino hasta el mes de junio. Dicha caída se explica en lo principal por la baja en la inflación de algunos precios administrados<sup>22</sup>. La interpretación de todo lo anterior es que los precios de los bienes comerciables responden fundamentalmente a la evolución del tipo de cambio. Por otro lado, la evolución del índice de precios de los bienes no-comerciables está en gran medida determinada por el comportamiento de las expectativas de inflación, de los costos laborales y de los precios de los bienes sujetos a control oficial.

Finalmente, conviene revisar la evolución del índice de los precios de bienes y servicios no comerciables, que excluye los efectos

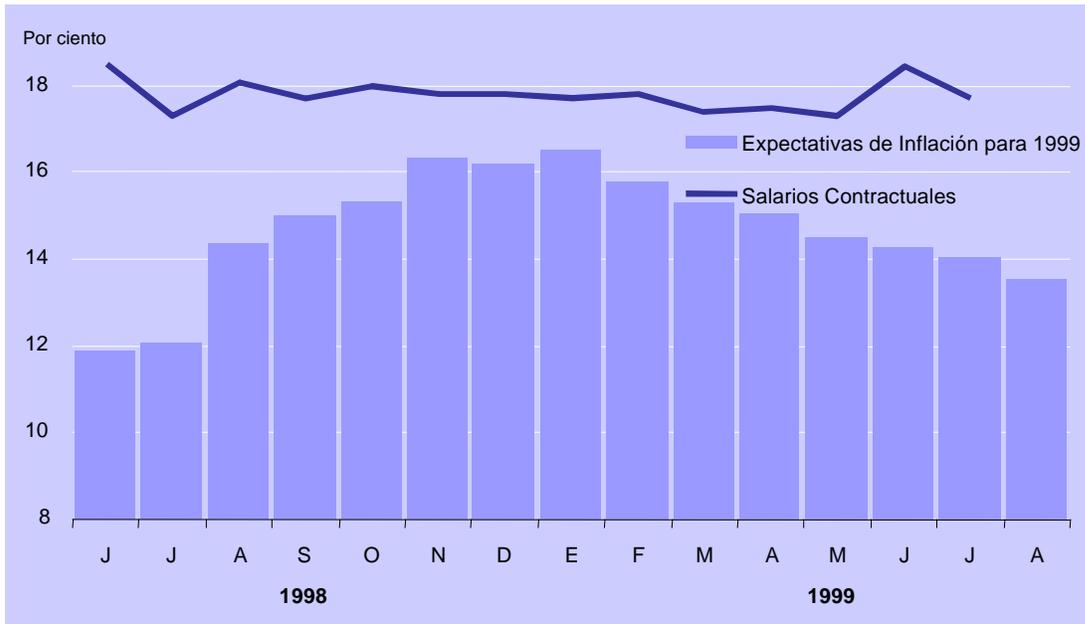
<sup>22</sup> En particular, el ajuste de 12.9 por ciento en el precio de la tortilla, en junio de 1998, tuvo un impacto en la inflación de bienes no comerciables en dicho mes, de 0.65 puntos porcentuales. Este efecto desapareció en junio del presente año.

de la liberalización del precio de la tortilla. El comportamiento de dicho índice se explica fundamentalmente por los costos laborales y por las expectativas de inflación, pues no se ve directamente afectado por el tipo de cambio. Lo relevante para los fines del presente análisis, es que en 1999 la trayectoria de dicho índice se ha estabilizado, aunque todavía no se percibe una clara tendencia a la baja en su tasa de crecimiento.

Los elementos anteriores llevan a una conclusión: los precios afectados de manera significativa por el comportamiento del tipo de cambio revirtieron su tendencia ascendente a principios de este año. Por otro lado, los índices de precios determinados principalmente por las expectativas de inflación, los costos laborales y otros factores internos, apenas han estabilizado su tendencia creciente, pero aún no exhiben un descenso importante en su tasa de variación.

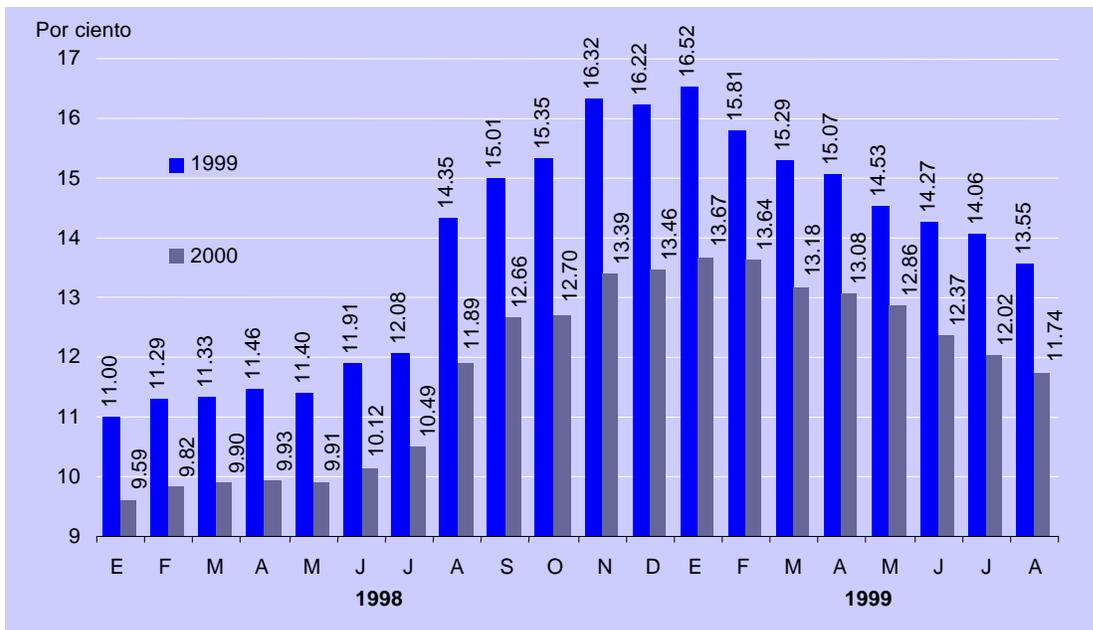
Lo anterior responde a una causa de gran importancia: durante 1999 las expectativas de inflación, recabadas por las encuestas entre los principales analistas financieros, están convergiendo lentamente al objetivo de inflación de 13 por ciento, por lo que durante el año han sido muy superiores a esa meta. La inercia observada en las expectativas de inflación se plasma en contratos de todo tipo, incluyendo los salariales, por lo que éstos reflejan en gran medida las expectativas de inflación de las partes involucradas en cada negociación. De la evolución de las revisiones salariales contractuales se infiere que las expectativas de inflación implícitas en ellas, han sido muy superiores al objetivo de inflación planteado oficialmente, a las expectativas de los analistas financieros y, actualmente, están muy alejadas de la meta de inflación para el año 2000.

**Gráfica 70 Inflación Esperada y Salarios Contractuales**



FUENTE: Encuesta sobre las Expectativas de los Economistas del Sector Privado (Banco de México) y Secretaría del Trabajo y Previsión Social.

**Gráfica 71 Evolución de las Expectativas de Inflación para el Cierre del Año**



FUENTE: Encuesta sobre las Expectativas de los Economistas del Sector Privado (Banco de México).

La diferencia entre las expectativas de inflación y el objetivo del Banco de México para el año 2000 también se ha reflejado en las encuestas recabadas entre los principales analistas

financieros. Al respecto, si bien las expectativas referidas para el cierre de 1999 se han ido ajustando a la baja de manera considerable, todavía se encuentran por encima de la meta oficial, en aproximadamente 0.6 puntos porcentuales. Por otra parte, al momento de escribir este Informe, las expectativas de inflación para el año 2000 se encontraban en alrededor de 11.7 por ciento.

De las Gráficas 70 y 71 se concluye que las expectativas de inflación recabadas entre los analistas y las implícitas en los ajustes salariales recientes no son compatibles con la desinflación deseada. Como ya se mencionó, las revisiones salariales contractuales se han concertado en alrededor del 18 por ciento, nivel similar al de hace un año, lo que indica que éstas aún no han incorporado el descenso observado en la inflación durante 1999.

Si se otorgan incrementos salariales basados en una inflación esperada que resulte a la postre mayor que la inflación observada, el aumento en los salarios reales será mayor que el cambio en la productividad de la mano de obra. En ese caso, los costos unitarios de producción de las empresas se elevarán. En respuesta, las empresas tratarán de trasladar dichos aumentos al consumidor a través de alzas en sus precios. Si la autoridad monetaria “acomodara” esta situación la inflación se elevaría, lo cual reduciría o anularía las pretendidas ganancias en el salario real. Además, el repunte de la inflación desencadenaría un alza de las tasas de interés y un deterioro del flujo de crédito, con efectos negativos sobre la producción y el empleo.

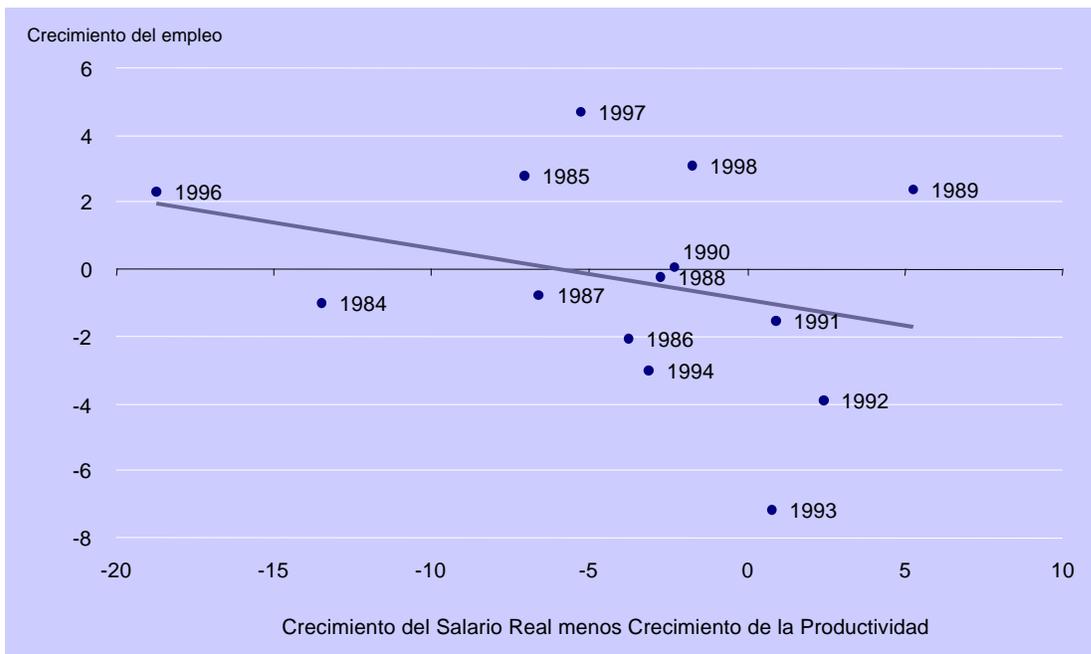
Por el contrario, si la autoridad monetaria reaccionara restrictivamente, empleando en ello todos los instrumentos a su disposición, el resultado sería una contracción de las utilidades, de la inversión y del empleo. En pocas palabras, la economía se vería sumergida rápidamente en una recesión. La meta oficial de desinflación se habría logrado, pero el costo del ajuste resultaría innecesariamente elevado. El sacrificio descrito sería mayor cuanto más grande fuese la diferencia entre la meta oficial y las expectativas implícitas en las negociaciones salariales.

Del razonamiento anterior se desprende la importancia que reviste la formación de un “consenso social” en favor de la estabilidad. Si los agentes económicos que toman las decisiones de precios y salarios adoptan en lo fundamental el compromiso de la desinflación, las discrepancias entre lo planeado y lo factible serán menores, reduciéndose así el costo de la estabilización.

Los aumentos salariales que se han establecido con base en expectativas de inflación incongruentes con las metas planteadas y con el descenso reciente de la inflación han generado aumentos ex-ante del salario real por arriba de incrementos razonables en la productividad. La experiencia nacional avala la tesis de que estas ganancias en el salario real han sido efímeras y que también han generado contracciones del empleo. A guisa de ejemplo, en la Gráfica 72 se ilustra la relación histórica inversa que existe entre aumentos anuales del salario real en exceso del crecimiento de la productividad y el incremento del empleo. Dado que sólo se cuenta con datos para la industria manufacturera, el ejercicio se refiere únicamente a esa rama, y abarca el periodo de 1984 a 1998<sup>23</sup>.

Como se muestra en dicha gráfica, en los años en los que los incrementos salariales reales fueron superiores a las ganancias en productividad, se registraron por lo general caídas del empleo (1991, 1992 y 1993). Como es sabido, estas alzas del salario real contribuyeron a disminuir la competitividad de nuestra economía, por lo que resultaron insostenibles en el mediano plazo.

**Gráfica 72 Relación Inversa entre el Crecimiento del Empleo y el Crecimiento del Salario Real en exceso del aumento de la Productividad (Sector Manufacturero: 1984-1998)**



23 El dato de 1995 se omite, debido a que la crisis por la que atravesó la economía en ese año

Aplicando lo anterior a la perspectiva inmediata, para alcanzar la meta de inflación del año 2000 al menor costo posible, es necesario que las expectativas de inflación se adecuen desde el último trimestre de 1999 al objetivo de inflación anunciado para el próximo año. Asimismo, es preciso que ésta corrección de las expectativas se vea reflejada en los contratos de todo tipo que se suscriban en los siguientes meses.

El reto considerable que enfrenta en la actualidad la autoridad monetaria, es lograr una rápida corrección de las perspectivas de los agentes económicos sobre la inflación. La Junta de Gobierno del Banco de México abriga la convicción de que, en la medida en que se siga materializando en 1999 una inflación convergente con el objetivo de 13 por ciento, a la vez que se mantiene la restricción monetaria, se validará el compromiso del Instituto Central con sus metas y aumentará la confianza del público en la viabilidad del objetivo para el próximo año. De ahí se seguirá la corrección paralela de las expectativas.

Mientras más rápido sea el ajuste a la baja de las expectativas de inflación, más aceleradamente disminuirán las tasas de interés nominales y reales, reduciéndose de esta manera el costo social del proceso desinflacionario.

---

refleja un comportamiento anormal.

## VI. El reto informático del año 2000

---

### VI.1. Antecedentes

---

El sistema financiero mexicano ha alcanzado un alto nivel de automatización no obstante que su tamaño es relativamente reducido, tanto en lo que hace al número de instituciones como respecto del volumen de sus transacciones. El sistema de pagos de alto valor del país ha sido actualizado durante los últimos cuatro años para incluir tres nuevos desarrollos: i) pagos electrónicos de alto valor, ii) un mecanismo de entrega contra pago para liquidación de valores y iii) un esquema muy moderno de compensación de cheques.

En 1998, la Bolsa Mexicana de Valores abandonó la concertación de viva voz para incorporar un sistema de concertación electrónica. Desde hace varios años, el Banco de México efectúa sus operaciones de mercado abierto y la colocación de valores gubernamentales a través de subastas electrónicas. La determinación del tipo de cambio “fix” y de la tasa de interés interbancaria también se hace por vía electrónica. Por su parte, como es sabido, los bancos tienen una extensa red de cajeros automáticos y puntos de venta automatizados. Asimismo, hace tiempo que brindan el servicio de banca electrónica tanto a empresas como a individuos y actualmente están incursionando en la modalidad de la banca por Internet. En materia de pensiones, hace dos años se introdujo un esquema de cuentas individuales que a la fecha se encuentra ya casi totalmente automatizado. La adopción de esquemas electrónicos como los mencionados ha sido posible gracias al desarrollo de redes de telecomunicación públicas y privadas que funcionan con la velocidad y confiabilidad adecuadas.

Con todo, es evidente que el uso intensivo de tecnología en el sistema financiero mexicano lo hace muy sensible a cualquier falla de los sistemas. Algunos años atrás, las instituciones financieras descubrieron que existía en sus sistemas un tipo de error del que no se había tenido consciencia plena. La falla consistía en que los sistemas no podían procesar adecuadamente algunas transacciones que involucraban fechas posteriores a 1999. Tal carencia tuvo su origen en los albores de la computación ya que con el fin de reducir los volúmenes de información recopilada, y en virtud de lo costoso

que resultaba su almacenamiento en medios magnéticos, en el desarrollo de aplicaciones se adoptó la convención de expresar el año con sólo dos cifras, es decir “99” en lugar de “1999”. Dicha convención es el origen de las fallas mencionadas al no distinguir entre años de siglos diferentes. Así, por ejemplo, en las aplicaciones desarrolladas, el año 2000 quedaría expresado como “00”, de idéntica manera que el año 1900.

El problema empezó a ser atacado por los especialistas en sistemas de algunas instituciones, inclusive antes de que las autoridades tomaran cartas en el asunto y dictaran instrucciones al respecto. En febrero de 1997 el Banco de México, atendiendo a su responsabilidad de vigilar el buen funcionamiento del sistema de pagos del país, emitió disposiciones para que bancos y casas de bolsa prepararan proyectos bien estructurados con la finalidad de revisar, convertir y probar sus sistemas y equipos de cómputo y telecomunicaciones para la llegada del año 2000.

## **VI.2. La Conversión Informática del Año 2000: Encomienda al Banco de México**

---

En julio de 1998 quedó creada, por acuerdo Presidencial, la Comisión Nacional para la Conversión Informática Año 2000. Esta Comisión invitó al Banco de México a coordinar el esfuerzo correspondiente en todo lo relativo al sector financiero. A raíz de esa convocatoria, el proyecto del año 2000 para el sector financiero se dividió en tres etapas. La primera, que se centraría en la conversión de código y las pruebas internas de los sistemas, de los equipos y de las aplicaciones. La segunda, que se abocaría al análisis de los procesos de negocio en los que intervienen varias instituciones (cámaras de compensación, por ejemplo) y a su validación mediante pruebas multilaterales y de industria. La tercera, que se lleva a cabo en estos meses, cuya finalidad es el diseño e implantación de planes de contingencia que garanticen, en todo momento, la continuidad de los servicios financieros.

En aquel entonces las autoridades financieras instruyeron a las instituciones del sector para que concluyeran la primera etapa entre diciembre de 1998 y abril de 1999. Cabe informar al respecto el éxito conseguido en esas tareas.

Los procesos del sistema financiero que se consideraron críticos para la segunda etapa fueron los siguientes:

- (a) transferencias de fondos mediante los sistemas electrónicos de Pagos de Alto Valor (SIAC, SPEUA);
- (b) concertación y liquidación de operaciones en los mercados de dinero, capitales, cambios y derivados;
- (c) concertación y liquidación de operaciones financieras con el extranjero;
- (d) procesamiento, compensación y liquidación de cheques;
- (e) transferencias electrónicas de fondos mediante el sistema llamado Pago Interbancario;
- (f) procesamiento, compensación y liquidación de operaciones con tarjetas de crédito y débito;
- (g) esquemas de afiliación, recaudación, retiro y traspaso de cuentas en el Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR);
- (h) recaudación de impuestos;
- (i) fabricación, almacenamiento y distribución de billetes de banco;
- (j) recolección y distribución de información crediticia; y
- (k) acopio y procesamiento de información financiera y económica.

A fin de llevar a cabo las acciones necesarias para cada uno de estos procesos se creó un grupo de trabajo específico. El análisis de los procesos se efectuó durante el último trimestre de 1998. Todos los grupos de trabajo realizaron y concluyeron sus pruebas entre noviembre de 1998 y julio de 1999. La evaluación se considera satisfactoria tanto por el número de instituciones participantes como por los resultados obtenidos. Algunas pruebas reportaron problemas de logística, pero en ningún caso se detectaron problemas relacionados con el año 2000. Destaca en estos trabajos la participación de instituciones mexicanas en la prueba convocada por la Cámara de Compensación de Nueva York (New York Clearing House) llevada a cabo los días 12 y 13 de junio de 1999 conjuntamente con otros 18 países, para probar el sistema de pagos internacional. La prueba resultó exitosa lo cual ha aumentado la confianza en el sistema de pagos de ese grupo de naciones en lo relativo a los preparativos para el año 2000.

### **VI.3. Planes de Contingencia**

---

Las actividades para la tercera etapa se iniciaron en febrero de 1999. En ese mes las autoridades financieras del país emitieron disposiciones para que las instituciones financieras, las cámaras de compensación y las bolsas elaboraran y probaran planes de contingencia para garantizar la continuidad de sus operaciones, aún en caso de presentarse algún imprevisto. Se estableció como fecha límite para su conclusión el último día de agosto.

Las instituciones enviaron a las autoridades sus programas de trabajo para la elaboración de dichos planes el 15 de marzo de 1999. A partir de abril, las instituciones iniciaron la presentación de informes mensuales de avance, cuya versión del 31 de agosto muestra que la mayoría de las instituciones han concluido ya la elaboración de los planes referidos.

Parte de dichos planes es la decisión de declarar feriado el día 31 de diciembre de 1999. Ese día será utilizado por las instituciones financieras y las empresas de servicios estratégicos para cerrar la contabilidad del año precedente, así como para respaldar sus bases de datos mientras sus sistemas operan aún en el año 1999. Todo ello a fin de contar con una verificación más de que, en caso de alguna falla, la situación de cada empresa estará perfectamente respaldada con la situación registrada al final del año.

Los grupos de trabajo encargados del análisis y prueba de los procesos de negocio del sector también han preparado planes de contingencia para que dichos procesos funcionen en situaciones de emergencia. A la fecha prácticamente todos esos grupos han terminado con sus encomiendas.

En ocasión del inicio del año 2000, el Banco de México, al igual que los bancos centrales de otros países, ha tomado la decisión de incrementar el inventario de billetes que usualmente se mantiene para hacer frente a variaciones imprevistas de la demanda de efectivo. Así, el Instituto Emisor estará preparado para satisfacer la demanda de aquellos agentes que, como medida precautoria, quieran mantener en reserva una cantidad adicional de efectivo.

El Instituto Central ha considerado también conveniente contar con medidas que aseguren la continuidad operativa del sistema de pagos y de los mercados financieros. Para ello se han preparado mecanismos alternativos para operar en situaciones de falla de

sistemas y también, en su carácter de prestamista de última instancia, medidas de apoyo para las instituciones.

Durante los meses siguientes el programa de trabajo contempla hacer una última revisión de los planes de contingencia de las instituciones y de las empresas estratégicas. Para ello, se está trabajando en tres frentes: primeramente se está elaborando una lista de parámetros contra los cuales se hará la revisión de los sistemas desarrollados; segundo, se están programando las actividades a realizar durante los últimos días del año y los primeros del próximo; y tercero, se está diseñando una red de centros de mando para que a principios del año entrante sea posible tomar todas las decisiones de forma ágil y concertada.

#### **VI.4. Evaluación**

---

A manera de conclusión, puede decirse categóricamente que el proyecto del año 2000 en el sector financiero mexicano se ha manejado con eficiencia. A todas las instituciones se les ha exigido que los reportes, tanto de conversión como de planes de contingencia, sean firmados por su director general y avalados por un auditor externo. Asimismo, se ha hecho un esfuerzo para que el clima entre las instituciones sea de cooperación y no de competencia. Ello, a fin de que se informe de manera veraz acerca de los avances y para que el trabajo conjunto permita operar normalmente durante el año entrante. Si bien no se descarta la posibilidad de algunas fallas aisladas sin trascendencia, el Banco de México considera que el sistema financiero mexicano se encuentra ya preparado y pertrechado para salir adelante del reto informático del año 2000.

## VII. Consideraciones Finales

---

El desempeño de la economía mexicana en el transcurso de 1999 ha sido positivo, en términos generales. A pesar de subsistir un entorno externo volátil, la evolución reciente de la actividad económica sugiere que el producto interno bruto durante 1999 crecerá en alrededor de 3 por ciento y que el empleo se incrementará significativamente. Por otra parte, la aplicación de una política monetaria restrictiva y la estabilidad cambiaria han logrado inducir una inflexión en el comportamiento de la tasa de inflación, absorbiendo la “burbuja” que se formó a fines de 1998. De esta manera se estima, con una alta probabilidad, que se cumplirá la meta de inflación para 1999.

Sin embargo, como se ha discutido en detalle en el presente documento, los resultados alcanzados en el combate a la inflación podrían ser efímeros, ya que el descenso observado de la tasa de inflación durante 1999 se ha debido, además de a la aplicación de una política monetaria apropiada, a factores que quizá difícilmente se repetirán frecuentemente en el futuro, como son la caída de los precios de las legumbres y frutas y la apreciación del tipo de cambio.

Pese a los avances obtenidos a la fecha, las expectativas de inflación de los agentes económicos todavía no convergen totalmente con las metas oficiales para este año y el siguiente. En consecuencia, la inercia inflacionaria se sigue reflejando en contratos de todo tipo, por ejemplo los salariales y los de créditos. En particular, la tasa de crecimiento de los salarios contractuales aún no refleja el descenso observado en la tasa de inflación, por lo que las expectativas implícitas en ellos son superiores a las metas propuestas. La experiencia de nuestro país en los últimos 30 años demuestra que cuando el crecimiento del salario nominal supera a la suma de la inflación esperada y los incrementos en la productividad, la expansión del empleo se estanca y, a la postre, los incrementos del salario real resultan transitorios.

La falta de credibilidad en la meta de inflación también se ha reflejado en el nivel de las tasas de interés. Como se ha mencionado a lo largo de este Informe, en 1999 las tasas de interés reales han sido elevadas en comparación con el nivel que tuvieron en el primer semestre de 1998. Este comportamiento puede explicarse

por fenómenos externos e internos. En el ámbito externo, la percepción durante 1999 de un mayor riesgo país por parte de los mercados financieros internacionales ha presionado al alza las tasas de interés en moneda nacional. Un segundo factor influyente ha sido el aumento de las tasas de interés internacionales. En lo interno, destaca como elemento explicativo la elevada expectativa de inflación que se tenía a principios de año. Es bien sabido que las tasas de interés incluyen un componente que compensa a los ahorradores por la erosión que sufre el valor real del capital por la inflación futura. Sin embargo, si la inflación resulta menor que la originalmente esperada, las tasas de interés reales ex-post serán “demasiado” altas. Este patrón parece aplicable a los hechos en los primeros meses de 1999.

Del análisis anterior se desprende una conclusión atendible: en la medida en que la autoridad monetaria persevere en su lucha contra la inflación, las expectativas convergirán con el objetivo oficial y con la inflación observada, por lo que las tasas de interés reales ex-ante y ex-post coincidirán. Ello reducirá la probabilidad de que se presenten episodios de tasas de interés elevadas por falta de credibilidad en la meta oficial de inflación.

Cuando existe incertidumbre respecto del nivel y volatilidad de la inflación futura, los inversionistas exigen una prima de riesgo adicional en las tasas de interés. Esta prima tenderá también a reducirse en la medida en que aumente la credibilidad de la meta de inflación. Por tanto, con una estabilización exitosa las tasas de interés reales descenderán de forma sostenible.

Es una falacia suponer que una política monetaria expansiva es capaz de bajar las tasas de interés en forma duradera. En la realidad sucede lo opuesto. El público sabe que una política monetaria expansiva conduce a una rápida depreciación del tipo de cambio, y posteriormente a una elevación de los precios y a un deterioro de las expectativas de inflación. Como resultado de estos fenómenos, las tasas de interés se elevan, más que compensando el posible descenso que por un corto tiempo pudieran haber mostrado en virtud de la expansión monetaria.

No está de más reiterar que el abatimiento de la inflación no es un objetivo que se busca por sí mismo. La inflación causa inequidad e ineficiencia, razones más que suficientes para que su combate sea una prioridad social. El alza acelerada de los precios incide en forma nociva en cuatro aspectos clave del desempeño de la

economía: crecimiento económico, distribución del ingreso, salarios reales y finanzas públicas. Al respecto, la experiencia económica de México durante la época contemporánea resulta más que aleccionadora en cuanto a los efectos perjudiciales de la inflación. Durante las últimas tres décadas de nuestra historia económica, en aquellos periodos en que la inflación anual resultó de un dígito, el crecimiento del producto fue 2.4 puntos porcentuales mayor, y la tasa de expansión de los salarios reales 8.7 puntos porcentuales más elevada, que en los lapsos en que la inflación anual fue superior a un dígito.

El proceso electoral y el cambio de administración que tendrán lugar en el año 2000 son factores adicionales que hacen imperativo intensificar el proceso estabilizador. Es indispensable que la política monetaria contribuya a mantener la solidez macroeconómica y financiera conseguida en los últimos años, permitiendo que la transición política se lleve a cabo en una atmósfera de estabilidad económica. Como fundamento de ello están los esfuerzos realizados durante los últimos años para reducir la vulnerabilidad. Entre los principales puntales de la economía de México se cuentan los siguientes: i) finanzas públicas sanas; ii) régimen cambiario de libre flotación; iii) déficit sostenible en la cuenta corriente de la balanza de pagos; iv) aumento del ahorro interno; v) formalización del programa de fortalecimiento financiero 1999-2000; y vi) reservas internacionales en niveles históricamente altos.

La disciplina fiscal permitirá que el gobierno no presione al alza las tasas de interés, no desplace al sector privado de los mercados de crédito al encarecer el costo de los fondos prestables, mantenga una razón de deuda pública a PIB constante o decreciente, evite problemas de refinanciamiento, aumente el ahorro interno y minimice la posibilidad de que se presenten desequilibrios externos.

El régimen cambiario de libre flotación y una política monetaria comprometida con el abatimiento de la inflación harán posible una absorción adecuada de los choques externos, reduciendo su impacto sobre el sector real de la economía. La flotación es un instrumento de mercado que inhibe los flujos de capital de corto plazo. Esto se debe a las virtudes estabilizadoras que tiene el régimen de flotación cambiaria, junto con la libre determinación de las tasas de interés, cuando se presentan entradas o salidas de fondos. En este último caso, al presentarse ventas de valores denominados en moneda nacional y compras de dólares por los inversionistas,

aumentan las tasas de interés y el tipo de cambio. El ajuste simultáneo de las dos variables desincentiva la venta de valores en moneda nacional al reducir su precio y elevar el de la moneda extranjera. Este ajuste en precios prosigue hasta que cesan las salidas de capital. En estas circunstancias, las pérdidas en que pueden incurrir los inversionistas que se deshacen de sus posiciones en moneda nacional son considerables. Debido a que el riesgo de sufrir dichas pérdidas es sustancialmente mayor para las inversiones de corto plazo, este tipo de capitales preferirá orientarse a otros mercados donde las tasas de interés y el tipo de cambio sean menos flexibles. Desde esta perspectiva, los resultados de haber adoptado el régimen de flotación están a la vista, ya que en los últimos cuatro años los déficit en la cuenta corriente han sido financiados casi en su totalidad por capital de largo plazo, principalmente inversión extranjera directa.

México es un país que ha sufrido recurrentemente en las últimas tres décadas crisis financieras y de balanza de pagos. Estas crisis han interrumpido el desarrollo económico y han deteriorado la distribución del ingreso. Los déficit excesivos en la cuenta corriente y los problemas de refinanciamiento de vencimientos masivos de deuda pública o privada se encuentran entre las principales causas de dichas crisis. Así, el incremento del ahorro interno resulta fundamental para mantener un déficit moderado en la cuenta corriente, a la vez que se logran aumentos importantes en los niveles de inversión.

Por otra parte, la formalización del Programa de Fortalecimiento Financiero 1999-2000 y el alto nivel de reservas internacionales con que actualmente cuenta el país, minimizan la posibilidad de que se presente una crisis. De esta manera al propiciar un entorno económico robusto y un ambiente de baja inflación, la política económica coadyuvará a reestablecer el crecimiento sostenido de la economía, del empleo y la recuperación duradera del salario real.

La experiencia demuestra que un requisito fundamental para un desarrollo económico ininterrumpido es un sistema financiero eficiente. Al captar el ahorro de la población y ponerlo a disposición de agentes con proyectos rentables de inversión, los intermediarios financieros llevan a cabo funciones de evaluación de proyectos, manejo de riesgo y control de los inversionistas. Por ello, el sistema financiero contribuye a una asignación eficiente de los recursos y a la disminución de los costos de transacción y supervisión entre

ahorradores e inversionistas. De esta manera, dicho sector resulta prioritario para el desarrollo del país. Al respecto, es indispensable redoblar los esfuerzos para modernizar y adecuar el marco regulatorio de las instituciones financieras, para que éste se apegue a las normas mundiales más estrictas. Además, es necesario facilitar los mecanismos para la capitalización de la banca.

Dada la naturaleza del negocio bancario, que se sustenta en el compromiso, la capacidad y la voluntad de pago a futuro por parte de los deudores, el desarrollo del sistema financiero depende fundamentalmente del sistema jurídico y de su funcionamiento. Es por ello que el Banco de México insistirá continuamente, ante las autoridades correspondientes, sobre la conveniencia de mejorar la aplicación de las leyes en nuestro país.

El desarrollo económico de largo plazo requiere, además de un marco macroeconómico estable, que la población esté cada día mejor capacitada para hacer frente al nuevo ambiente de competencia global. También se necesita que crezca la tasa de inversión. Para lograr la capitalización requerida es indispensable un mayor ahorro interno y un sistema financiero robusto apoyado en un sistema judicial eficiente. Finalmente, hay que destacar que para lograr mejores niveles de desarrollo es importante contar con mercados de bienes y factores más competitivos. En síntesis, es menester continuar con la tarea de modernización y cambio estructural. Sólo así estaremos en posibilidad de atender las justas aspiraciones de progreso y bienestar de la sociedad.

\* \* \*

La economía mexicana ha podido hacer frente de manera satisfactoria al entorno internacional inestable que ha prevalecido en los últimos años. Para 1999 se espera que el crecimiento del PIB sea el más alto de Latinoamérica. Asimismo, se ha recobrado la tendencia decreciente de la inflación, lo que permitirá alcanzar el objetivo del 13 por ciento. Estos logros no son casuales; son el resultado de los esfuerzos realizados durante los últimos años para consolidar una economía sana, por lo que queda claro que conviene seguir en esa dirección, apresurando el paso.

Con el anuncio de una meta de inflación que no exceda de 10 por ciento para el año 2000, el Banco de México reafirma su compromiso con la estabilización y, de esta manera, intenta influir en los procesos de formación de las expectativas del público. Como se dijo antes, a pesar de los avances registrados en la lucha contra la

inflación, existe todavía una diferencia significativa entre los objetivos oficiales y los “pronósticos” de los agentes económicos privados. Si dicha discrepancia no se corrigiera pronto, aumentaría innecesariamente el costo de conseguir la estabilidad deseada.

Sin embargo, es de esperar que conforme se materialice la meta para la inflación correspondiente a 1999, aumente en consecuencia la confianza del público en la viabilidad del plan de desinflación para el futuro próximo. De ocurrir así, se reducirían con rapidez las tasas de interés nominales y reales, y sería menos oneroso alcanzar lo planteado.

Para un horizonte más largo, el objetivo del Banco de México es el de alcanzar la tasa de inflación que prevalece en las economías desarrolladas de América del Norte. Debido a la gran diferencia que aún persiste entre los niveles actuales de inflación y la meta de mediano plazo, el Banco de México continuará encabezando el esfuerzo estabilizador, mediante la aplicación de una política monetaria con un sesgo restrictivo.

Por otra parte, si bien el entorno externo durante 1999 ha sido más favorable que el de 1998, el panorama mundial es aún incierto, en particular respecto de la evolución del producto y de las tasas de interés en los Estados Unidos. Frente a esta situación, la postura lógica para las autoridades y, en concreto, para el Banco Central, es de vigilancia constante y de cautela extrema.