

INFORME SOBRE LA POLITICA MONETARIA

*EN EL LAPSO
1º DE ENERO DE 1995 – 30 DE JUNIO DE 1995*



BANCO DE MEXICO

SEPTIEMBRE DE 1995

GOBERNADOR

MIGUEL MANCERA AGUAYO

SUBGOBERNADORES

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

En cumplimiento de lo dispuesto en el Artículo 51 fracción II de la Ley del Banco de México, la Junta de Gobierno de esta Institución envía al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión el presente informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre del ejercicio comprendido del 1º de enero al 31 de diciembre de 1995.

INDICE

	Pág.
Introducción.....	3
I SITUACION ECONOMICA DURANTE 1995	8
1.1 Producción y Empleo.....	8
1.2 Sector Externo	23
1.3 Inflación.....	35
1.3.1 Precios al Consumidor	35
1.3.2 Abastecimiento de bienes básicos.....	41
1.3.3 Precios Productor	42
1.4 Finanzas Públicas	43
1.5 Agregados Monetarios	46
II POLITICA MONETARIA	49
Evaluación con respecto a los objetivos	65
Evaluación con respecto al compromiso de crecimiento del crédito interno neto.....	73
Fortalecimiento del Marco Regulatorio con Fines Prudenciales	85

Financiamiento para Liquidez en Moneda	
Extranjera.....	86
Programa de Capitalización Temporal	
(PROCAPTE).....	87
Unidades de Inversión (UDIS).....	88
Acuerdo de Apoyo Inmediato a los	
Deudores de la Banca (ADE)	92
Medidas de Capitalización Permanente.....	95
Apoyos de FOBAPROA y FAMEVAL a Bancos	
y Grupos Financieros Intervenidos.....	96
III. CONSIDERACIONES FINALES	99

INTRODUCCION.^{1/}

La devaluación de diciembre de 1994 generó circunstancias que plantean grandes retos en la conducción de la política monetaria.

Con la interrupción de las entradas netas de capital del exterior y al situarse las reservas internacionales en niveles muy bajos, dejó de existir la posibilidad de que la inversión fuese más cuantiosa que el ahorro interno, por lo que el déficit en cuenta corriente virtualmente desapareció. Ante esta situación, tanto la política monetaria como la política fiscal tuvieron que ser orientadas a mitigar los efectos perjudiciales ocasionados por el cierre de la brecha entre el ahorro y la inversión. En este sentido, el objetivo esencial era procurar que el marco macroeconómico se reordenara rápidamente. Sólo así sería factible detener las salidas de capital y restaurar el acceso de México a los mercados financieros del exterior.

No obstante los avances logrados en algunos aspectos, la actual coyuntura económica del país continúa siendo difícil. El crecimiento de la economía se ha tornado negativo, el desempleo se ha elevado, el sistema financiero se encuentra sujeto a múltiples tensiones, e innumerables empresas y hogares están agobiados por la carga de sus deudas y la caída del ingreso real. Sin embargo, de no haberse adoptado un programa para la rápida estabilización de la economía, el comportamiento de los flujos de capital externo hubiese sido

^{1/} Las cifras correspondientes a 1995 son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

más adverso. Consecuentemente, la contracción de la actividad económica hubiera resultado más aguda y prolongada. Debe quedar claro que no han sido la política fiscal o la monetaria que se están aplicando las que han provocado el ajuste en el consumo y en la inversión, sino la drástica disminución del financiamiento externo hacia México.

Con respecto a la contracción de la actividad económica un sector del público es de la opinión que la política monetaria se debería orientar, durante los próximos meses, a estimular el crecimiento, relegando a un segundo término la lucha contra la inflación. Al respecto, es pertinente mencionar que en ningún país se ha encontrado una relación positiva y estable que se pueda explotar regularmente, entre la tasa de crecimiento de la oferta de dinero y la del PIB real. En países como México, con un largo historial inflacionario, ni siquiera en el corto plazo existe dicha relación. La población ha aprendido que una política monetaria expansiva implica un crecimiento más rápido de los precios, de manera que, cuando se pone en práctica dicha política, la población de inmediato ajusta a la alza sus expectativas inflacionarias.

Pero además, estas expectativas redundan en aumentos en las tasas de interés, tanto nominales como reales. Con ello, muy pronto se revierte, incluso de manera desproporcionada, la posible disminución de dichas tasas que inicialmente hubiere sido inducida por la expansión monetaria. El ajuste alcista de las tasas de interés nulifica cualquier repercusión positiva que la más amplia oferta monetaria hubiera podido producir sobre el gasto privado y el ingreso. Más aún, la adopción de una política monetaria expansiva da lugar, de inmediato, no sólo a una mayor inflación, sino también a fugas de capital, depreciación del tipo de cambio nominal -no necesariamente del real- y a un impacto negativo sobre la tasa de crecimiento del PIB en términos reales.

Por el contrario, la perseverancia en la aplicación de políticas de estabilización infunde confianza en el público de que la inflación será controlada. Tal confianza es la única fuerza capaz de reducir de manera permanente las tasas de interés reales y nominales, al eliminar, o al menos reducir, la prima por el riesgo de alzas repentinas en el nivel general de precios. Es por esta razón, entre otras, que la estabilidad -y no la inflación- es lo que crea un clima propicio para el crecimiento.

La adopción del actual régimen de flotación del tipo de cambio es consecuencia de la masiva reversión de los flujos netos de capitales hacia México. Cuando se presenta un viraje súbito en la dirección de los flujos netos de capital, el tipo de cambio que equilibra la balanza de pagos tiene que depreciarse en términos reales. Sin embargo, es prácticamente imposible conocer de antemano el tipo de cambio de equilibrio para la nueva situación, menos aún cuando los flujos internacionales de capital no se han estabilizado. En tales circunstancias resulta riesgoso fijar una paridad o una banda, a no ser que ésta resulte tan amplia que de hecho sea equivalente a la flotación, y desde luego, el riesgo es mayor si no se dispone de reservas internacionales abundantes. Cabe agregar que el enorme aumento de la velocidad y el volumen de los movimientos internacionales de capital en los últimos años, ha provocado que aún países industrializados con una situación macroeconómica relativamente estable hayan tenido que abandonar o ampliar de manera considerable las bandas de flotación de sus tipos de cambio.

Un régimen de flotación permite a las fuerzas del mercado determinar el nivel del tipo de cambio. Sin embargo, en periodos críticos éste es influido más fácilmente por el cambio rápido de expectativas sobre acontecimientos futuros. Ello da como resultado una mayor volatilidad del tipo de cambio, la cual puede

afectar la eficiente asignación de recursos, toda vez que dificulta la planeación micro y macroeconómica y propicia tasas de interés más elevadas. De acuerdo con lo expuesto, la reducción de la volatilidad del tipo de cambio requiere una política económica congruente y perseverante que reduzca la incertidumbre sobre el futuro.

La devaluación del peso mexicano en diciembre pasado produjo un fuerte impacto sobre el sistema bancario, el cual con anterioridad mostraba debilidades. El referido ajuste cambiario, en combinación con las mayores tasas de inflación y de interés resultantes, en un contexto de contracción económica, dio lugar a un sustancial aumento de la cartera vencida de los bancos y un descenso de sus coeficientes de capital. Para hacer frente a estos problemas, se diseñó y se está aplicando un amplio paquete de medidas, con la participación activa del Banco de México. El reto que en esta materia enfrenta el banco central, es el de coadyuvar a la solución de los citados problemas y cumplir eficazmente con su tarea de prestamista de última instancia, sin afectar el programa monetario adoptado.

Este documento tiene el propósito de presentar un informe sobre la política monetaria aplicada por el Banco de México durante el primer semestre de 1995, aunque se hacen algunas referencias a eventos ocurridos en meses posteriores. Esa política ha estado orientada al cumplimiento del objetivo primario del Banco: procurar la estabilidad del nivel general de los precios.

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

repaso de la situación económica del país en el transcurso del presente año. La segunda sección trata de la política monetaria aplicada.

I. SITUACION ECONOMICA DURANTE 1995

1.1 Producción y Empleo

Durante 1995 la actividad económica se ha visto severamente afectada por la repentina y drástica reducción, e incluso en ciertos lapsos, reversión, de los flujos netos de capital del exterior, flujos que anteriormente se habían recibido en forma regular y abundante. La pronta respuesta de la política económica a la disminución de los flujos de capital externo evitó que la contracción de la actividad económica resultara más aguda y prolongada.

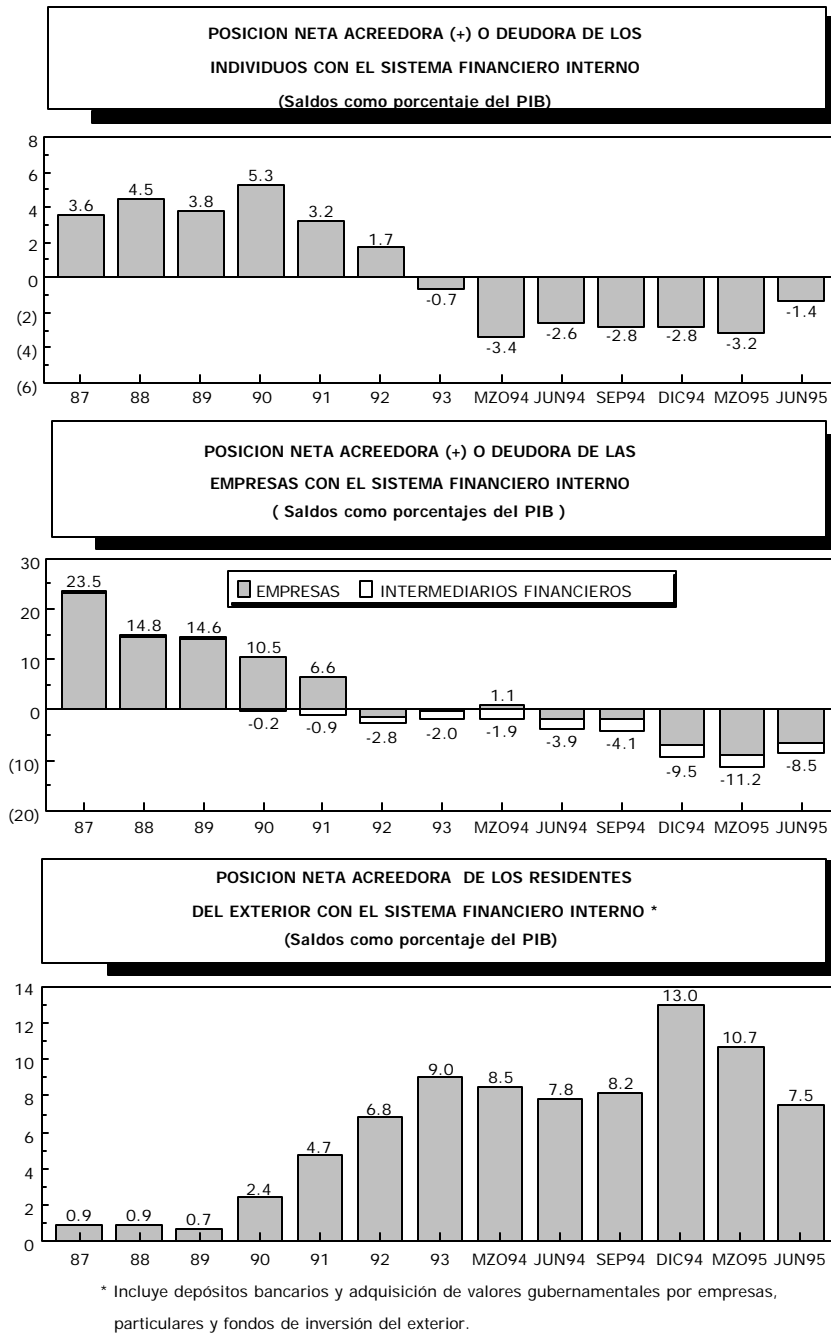
La severa contracción en la disponibilidad de recursos netos del exterior provocó una fuerte y rápida caída de la demanda agregada y, por consiguiente, de la actividad económica. Durante el primer semestre de 1995 el PIB real descendió 5.8 por ciento respecto del mismo período del año anterior. En ese mismo lapso, la denominada "absorción" de la economía - representada por la suma de los gastos de consumo e inversión tanto públicos como privados- disminuyó 14.7 por ciento con relación a su nivel del mismo período de 1994. Dicha contracción no pudo ser compensada, sino parcialmente, por la expansión de las exportaciones de bienes y servicios, no obstante que las mismas mostraron un acrecentado dinamismo. Por tanto, la demanda agregada por bienes y servicios de la economía, medida a precios constantes de 1980, se redujo durante el primer semestre del año en 8.9 por ciento (respecto del mismo semestre del año pasado).

Un elemento que distingue a la actual recesión de otras ocurridas en el pasado, es la elevada posición deudora neta tanto de las empresas, como de las personas. Como es sabido, durante los últimos años las empresas y las unidades familiares aumentaron su endeudamiento, en particular con el sistema financiero

nacional (véase gráfica 1). Las empresas también incrementaron significativamente sus pasivos con el exterior. Lo anterior colocó en una situación vulnerable a esos grupos ante la posibilidad de aumentos de las tasas de interés, fluctuaciones en la actividad económica o una depreciación abrupta del tipo de cambio. El incremento sustancial en las tasas de interés, reales y nominales, la caída sin precedente de la actividad económica y el ajuste cambiario de finales de 1994 e inicios de 1995, produjeron un gran aumento en la carga de la deuda del sector privado en relación con su ingreso. Lo anterior, además de generar un notable incremento en la cartera vencida de las instituciones financieras, indujo una fuerte contracción de los gastos de inversión de las empresas y de consumo de las unidades familiares.

El ajuste ha sido muy severo debido a que el elevado endeudamiento del sector privado se conjugó con una importante reducción del salario real y de los ingresos reales de las empresas. Esta situación difiere de la de 1988, en la que el sector público era el deudor neto de la economía, mientras que el sector privado tenía la posición de acreedor neto. Esa situación permitió que la caída tanto de los salarios reales de las personas como de los ingresos reales de las empresas, se viera parcialmente compensada por la percepción de intereses reales de elevado monto. Ello mitigó el impacto sobre el consumo y la inversión.

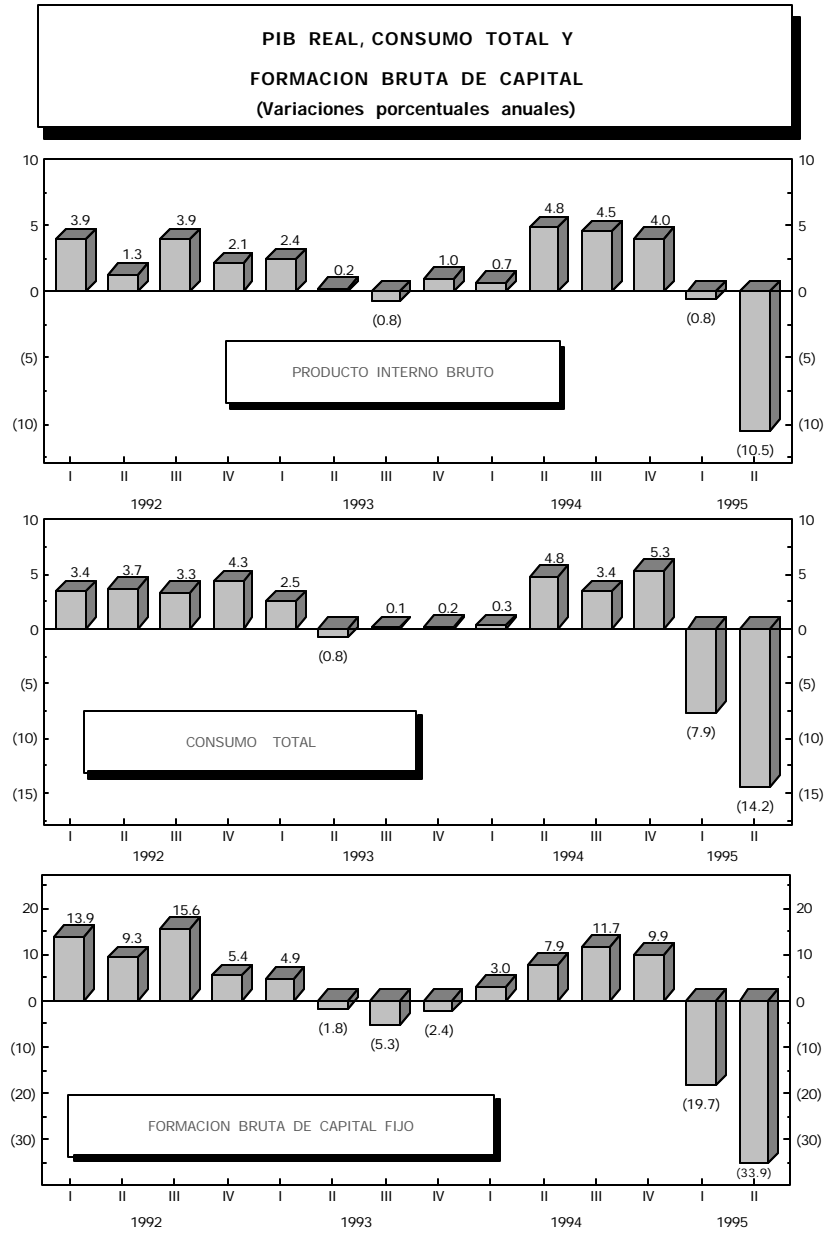
GRAFICA 1



Aunado a lo anterior, dada la situación por la que atraviesa la banca, el otorgamiento de financiamiento para nuevos proyectos de inversión, adquisición de bienes de consumo duradero y gastos personales ha disminuido en términos reales. Obviamente, ello ha contribuido a profundizar la caída en el consumo y la inversión.

Durante el primer semestre de 1995, el gasto global en consumo se redujo 11.2 por ciento en relación con la cifra correspondiente al mismo lapso del año anterior. La disminución del primer trimestre fue de 7.9 por ciento y de 14.2 por ciento en el segundo (ver gráfica 2). Esta evolución fue consecuencia de descensos tanto del consumo privado como del efectuado por el gobierno, los cuales resultaron en el primer semestre de 12.5 y 3.9 por ciento. La debilidad del gasto de consumo ha tenido varias causas: la caída de los salarios e ingresos reales, mayor nivel de desempleo y menor seguridad de las personas en cuanto a la conservación de su trabajo, lo cual las ha hecho más cuidadosas en sus patrones de gasto. Asimismo, también cabe considerar el elevado nivel de endeudamiento de algunas personas en un contexto de elevadas tasas de interés nominales y reales, y su menor deseo o posibilidad de incurrir en compromisos crediticios adicionales. Ello se ha conjugado con una capacidad para extender créditos más limitada de la banca y con una política crediticia más cautelosa de las instituciones financieras ante el considerable aumento de la cartera vencida.

GRAFICA 2



La formación bruta de capital de los sectores público y privado también sufrió en el primer semestre de 1995 un marcado retroceso, al contraerse 27 por ciento con respecto al mismo lapso de 1994. El debilitamiento del gasto de inversión se explica por la concurrencia de varios factores: la restricción de recursos totales que enfrenta la economía ante el corte del financiamiento externo, las más altas tasas de interés nominales y reales a que ese fenómeno ha dado lugar, el deterioro de las expectativas, la mayor incertidumbre que afloró hacia finales del año pasado e inicios del presente, y el desaliento que siempre es de esperarse sufra dicho gasto en una situación en que es previsible un bajo crecimiento económico. A lo anterior habría que agregar el ya mencionado elevado nivel de endeudamiento en moneda nacional y/o extranjera que afecta a numerosas empresas. En el segundo caso, éste se vio agravado por la devaluación de la moneda nacional. La disminución de la formación bruta de capital provino de caídas de 26.3 por ciento en la inversión privada y de 30.8 por ciento en la inversión pública.

La exportación de bienes y servicios ha sido el único componente de la demanda agregada que ha contribuido a atenuar la disminución de la actividad económica. En la primera mitad de 1995, las exportaciones, medidas a precios constantes de 1980 y de acuerdo con la metodología de cuentas nacionales, mostraron un crecimiento de 28 por ciento con respecto al mismo lapso del año anterior. Cabe destacar que este ritmo de crecimiento fue aún mayor que el observado en 1994, el cual ya había sido de por sí elevado. Se estima que durante el primer semestre del año la expansión de las exportaciones por encima de su tendencia del año pasado hizo una contribución de aproximadamente cuatro puntos porcentuales al PIB en base anual.

Cuadro 1
AHORRO E INVERSION
Proporciones del PIB a precios corrientes

Concepto	1990	1991	1992	1993	1994	Primer Semestre	
						1994	1995
Formación Bruta de Capital Fijo	18.61	19.47	20.80	20.36	20.34	20.20	17.23
Variación de Existencias	3.28	2.93	2.48	1.62	3.12	6.62	7.30
Financ. de la Form. Bruta de Capital ^{*/}	21.89	22.40	23.27	21.98	23.46	26.82	24.53
Ahorro Externo	3.05	5.10	7.42	6.47	7.64	7.24	0.49
Ahorro Interno	18.84	17.30	15.85	15.51	15.81	19.58	24.04

^{*/} Incluye la variación de existencias.

Fuente: Los renglones de Formación Bruta de Capital Fijo, Variación de Existencias y Financiamiento de la Formación Bruta de Capital provienen del Sistema de Cuentas Nacionales de México (INEGI). Los otros renglones provienen de Banxico. El ahorro del exterior es el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, medida en pesos corrientes. Las cifras semestrales están anualizadas.

Ante la virtual desaparición de la disponibilidad de ahorro externo al inicio de 1995, el inevitable ajuste de la economía se ha llevado a cabo mediante una caída de la inversión y un aumento del ahorro interno que se incrementó en 4 puntos porcentuales del PIB si se le compara con el observado en la primera mitad de 1994. Por lo anterior no es de sorprender que la contracción que sufrió el consumo en la primera mitad del presente año haya sido muy superior a la registrada por el PIB real, tanto en su magnitud absoluta, como en su variación porcentual anual medida a precios constantes y corrientes. Por su parte, la formación bruta de capital fijo cayó de 20.2 por ciento del PIB durante el primer semestre de 1994 a 17.2 por ciento en el mismo lapso del año en curso.

Como ya fue mencionado, durante el primer semestre de 1995 el Producto Interno Bruto se redujo 5.8 por ciento con respecto a su nivel de igual período del año anterior. La contracción de la actividad económica fue más acentuada en el segundo trimestre del año (ver cuadro 2 y gráficas 2 y 3), período en que el PIB cayó 10.5 por ciento en relación con igual lapso de 1994.

Cuadro 2
PRODUCTO INTERNO BRUTO TRIMESTRAL
Variaciones porcentuales

		Con respecto al mismo trimestre	Con respecto al trimestre anterior
		del año anterior	
1994	I	0.68	-4.87
	II	4.81	6.94
	III	4.54	-5.78
	IV	4.01	8.52
1995	I	-0.79	-9.26
	II	-10.51	-3.54

La contracción económica del primer semestre del presente año tuvo su origen en disminuciones de la producción en la mayoría de los sectores. El producto del sector primario se redujo 9.8 por ciento. Este resultado se debió principalmente a una menor producción agrícola, aunque, con excepción de la pesca, el resto de las actividades que conforman al sector primario también resintieron caídas de actividad.

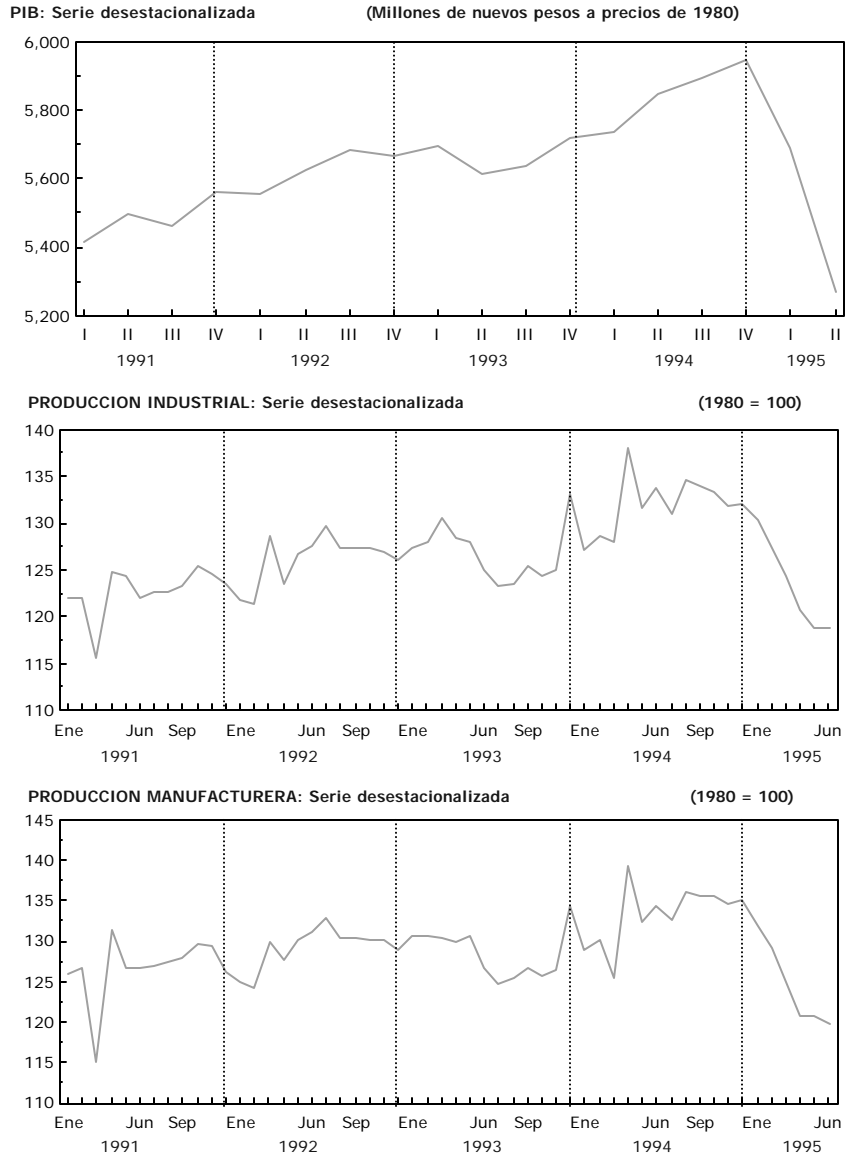
Cuadro 3
PRODUCTO INTERNO BRUTO TRIMESTRAL
Variaciones porcentuales respecto al mismo período del año anterior

Sector	1994					1995		
	I	II	III	IV	Anual	I	II	I Sem.
PIB Total	0.7	4.8	4.5	4.0	3.5	-0.8	-10.5	-5.8
Agropecuario, silvícola y pesquero	-2.5	16.3	-4.0	-1.3	2.0	-2.4	-14.7	-9.8
Industrial	-0.4	4.9	7.4	4.6	4.1	-1.0	-11.3	-6.2
Minería	3.1	1.4	1.5	0.6	1.6	-0.1	0.1	0.0
Manufacturas	-2.2	4.6	7.2	5.2	3.6	0.2	-11.0	-5.5
Construcción	3.6	8.0	11.1	3.5	6.4	-8.2	-23.6	-15.9
Electricidad	4.5	7.3	9.3	9.4	7.7	6.7	2.9	4.8
Servicios	1.8	3.5	4.3	4.7	3.6	-0.4	-9.5	-5.0
Comercio, restaurantes y hoteles	0.1	2.6	3.7	4.7	2.8	-4.3	-21.3	-13.0
Transporte y comunicaciones	3.8	9.6	9.9	8.2	7.8	4.6	-3.5	0.4
Financieros, seguros e inmuebles	4.4	5.0	5.3	6.0	5.2	4.0	0.4	2.2
Comunales, sociales y personales	1.6	1.6	2.1	2.3	1.9	0.3	-1.5	-0.6

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

GRAFICA 3

INDICADORES DE LA ACTIVIDAD ECONOMICA



En la primera mitad de 1995 la producción industrial se contrajo 6.2 por ciento con respecto al nivel del mismo lapso del año precedente. Ello se explica principalmente por los descensos observados en las industrias manufacturera y de construcción, que registraron disminuciones de 5.5 y 15.9 por ciento, respectivamente. En el sector manufacturero hubo mejorías en algunas industrias altamente exportadoras y caídas en otras dependientes del mercado interno. En el caso de la industria automotriz, su descenso fue de 20.2 por ciento; las mayores exportaciones no alcanzaron a compensar la menor producción destinada al mercado interno. La minería observó nulo crecimiento en su conjunto, aunque su comportamiento varió según los ramos. La generación de electricidad logró aumento, no obstante la desaceleración de su demanda. Por su parte, el nivel de actividad del sector servicios se redujo 5 por ciento con respecto al mismo período del año anterior, destacando la disminución del producto del sector comercio, restaurantes y hoteles.

En el primer semestre de 1995 la masa salarial (o remuneraciones totales) en el sector manufacturero medida en términos reales sufrió una fuerte disminución de 13.6 por ciento con relación al mismo período de 1994. Este fenómeno se explica por el efecto combinado de la caída de la ocupación y de los salarios reales. De ahí que la remuneración media por trabajador registrase disminuciones respectivas de 3.1 y 11.9 por ciento en el primero y segundo trimestres, con respecto a los mismos trimestres de 1994. Los sueldos de los empleados decrecieron en menor proporción que los salarios de los obreros (ver cuadro 4).

Cuadro 4
INDICADORES DE REMUNERACIONES EN TERMINOS REALES P/

Variaciones porcentuales respecto al mismo periodo del año anterior

Concepto	1994					1995		
	I	II	III	IV	Anual	I	II	I Sem.
MASA SALARIAL O REMUNERACIONES								
Totales	-2.8	-1.3	-1.6	1.1	-1.1	-7.8	-19.4	-13.6
Medias ^{1/}	4.9	4.7	2.2	3.2	3.7	-3.1	-11.9	-7.5
SUELDOS								
Totales	-2.0	-2.3	-1.9	2.0	-0.9	-6.9	-18.0	-12.4
Medios	5.3	4.1	3.4	6.1	4.8	-1.0	-11.2	-6.1
SALARIOS								
Totales	-7.0	-2.5	-2.0	1.1	-2.5	-12.3	23.1	-18.1
Medios	0.6	3.2	1.2	2.4	1.9	-8.3	-16.3	-12.4
PRODUCTIVIDAD MEDIA	5.5	8.1	11.2	7.4	8.0	6.2	-1.8	2.1

^{p/} Cifras preliminares.

^{1/} Las remuneraciones medias se refieren a las remuneraciones reales por trabajador, y se obtienen al dividir el total de remuneraciones reales entre el número total del personal ocupado.

Fuente: INEGI y elaboraciones del Banco de México.

Los aumentos salariales nominales pactados en las negociaciones contractuales celebradas durante el primer trimestre de 1995 mostraron una gran moderación, al resultar en promedio de 4.3 por ciento sin bono de productividad y de 7.1 por ciento con bono. En el segundo trimestre el promedio de estos aumentos fue de 11.3 por ciento sin bono y 12.5 por ciento con bono, mientras que en el bimestre julio-agosto los incrementos ascendieron a 11.7 y 13.0 por ciento, respectivamente.

Cuadro 5
REVISIONES DE SALARIOS CONTRACTUALES

	Incremento Salarial		
	Sin bono	Con bono	Con bono y prestaciones
I Trimestre	4.30	7.07	7.15
II Trimestre	11.34	12.53	12.80
Julio-Agosto	11.71	13.03	13.50
Enero-Agosto	7.52	9.59	9.77

Fuente: STPS.

La estadística de los trabajadores asegurados en el IMSS constituye un indicador confiable de amplia cobertura en materia de ocupación. En el primer trimestre de 1995, el total de asegurados se redujo 0.4 por ciento con respecto al trimestre correspondiente del año pasado (ver cuadro 6 y gráfica 4). La mayor caída se registró en el segundo trimestre al resultar de 5.1 por ciento, debido a disminuciones de 2.6 por ciento en los trabajadores permanentes y de 15.3 por ciento en los eventuales. El descenso fue particularmente severo en la industria de la construcción, actividad que ofrece ocupación a un gran número de trabajadores eventuales. Durante el mes de agosto las variaciones anuales continuaron siendo negativas, no obstante, el número de asegurados permanentes aumentó ligeramente respecto a julio en 1,226 trabajadores.

A diferencia del panorama arriba descrito, la ocupación en la industria maquiladora continuó mejorando en 1995. Durante el primer semestre del año esta ocupación mejoró 10 por ciento con respecto al mismo lapso de 1994, cifra que se compara favorablemente con los incrementos correspondientes de 7.5 y 7.9 por ciento obtenidos en 1993 y 1994. Este resultado permite

constatar el gran dinamismo que ha registrado la actividad maquiladora en lo que va del presente año.

Cuadro 6
EMPLEO
Variaciones porcentuales anuales

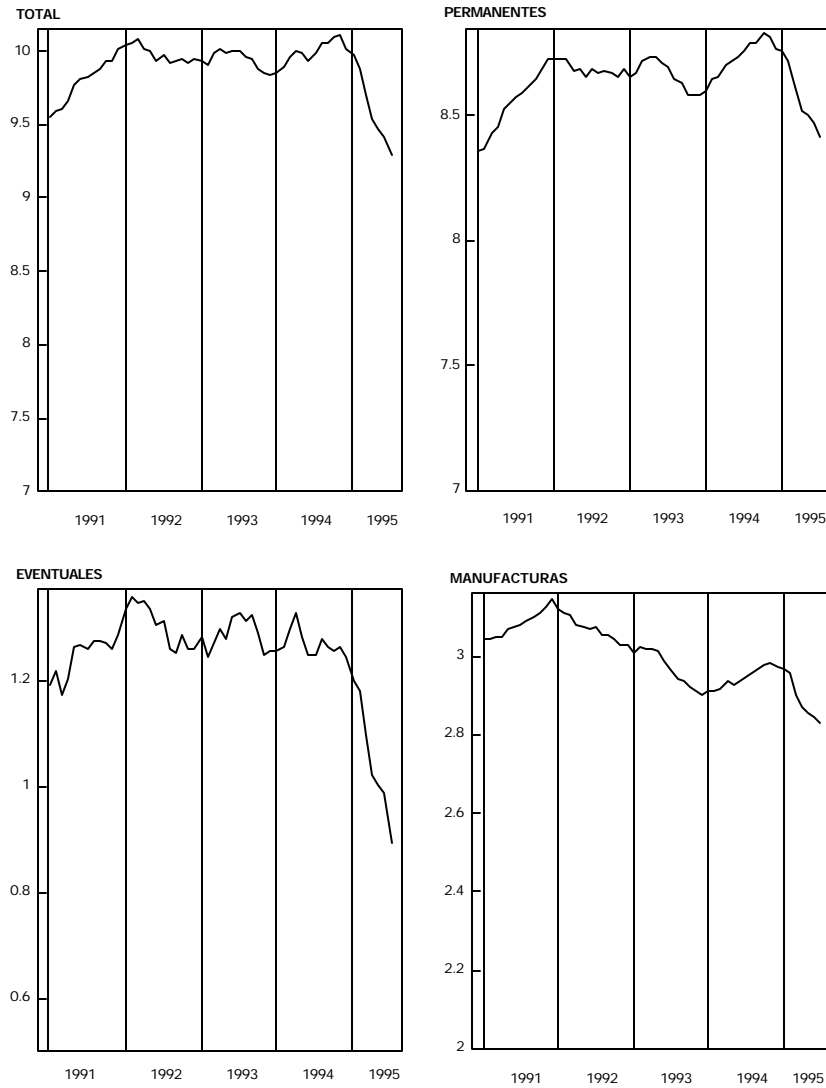
Denominación	1992	1993	1994				1995			
	Anual	Anual	III	IV	Dic.	Anual	I	II	I + II	Ago.
Asegurados en el IMSS										
Total	2.0	-0.4	0.6	2.3	1.9	0.5	-0.4	-5.1	-2.7	-8.2
Permanentes	1.6	-0.3	1.4	2.7	2.1	0.8	0.8	-2.6	-0.9	-4.5
Eventuales	4.7	-1.2	-4.4	-0.3	-0.1	-1.4	-8.5	-15.3	-17.2	-33.3
Manufacturas	-0.5	-3.2	0.2	2.3	2.5	-0.8	0.7	-2.6	-1.0	-4.3
Agropecuario	-7.5	-4.7	-2.2	-2.5	-3.9	-1.5	-3.3	-4.5	-3.9	-3.2
Inds. Extractivas	-10.3	-12.8	4.5	9.4	8.0	-0.3	5.7	-2.6	1.4	-7.7
Construcción	10.6	3.1	-1.3	2.3	1.7	0.7	-8.8	-24.9	-16.7	-37.6
Personal Ocupado en la Industria Maquiladora	7.5	7.3	8.8	10.5	10.4	7.9	10.0	10.0	10.0	n.d.

Fuente: IMSS, excepto la estadística referente a la industria maquiladora.

La tasa de desempleo abierto en las áreas urbanas se mide mediante la Encuesta Nacional de Empleo Urbano del INEGI que abarca a 39 ciudades. En el segundo trimestre de 1995, dicha tasa se ubicó en 6.5 por ciento, indicador que había resultado de 3.2 por ciento en diciembre de 1994 y de 3.6 por ciento en promedio para ese año. En julio esta tasa aumentó a 7.3 por ciento, influida por la población estudiantil que buscó ocupación en su periodo vacacional.

GRAFICA 4

TRABAJADORES EN EL SEGURO SOCIAL */
 SERIES AJUSTADAS POR ESTACIONALIDAD
 MILLONES DE ASEGURADOS



*/ Datos a agosto de 1995.

Cuadro 7

TASA DE DESEMPLEO EN AREAS URBANAS^{p/}

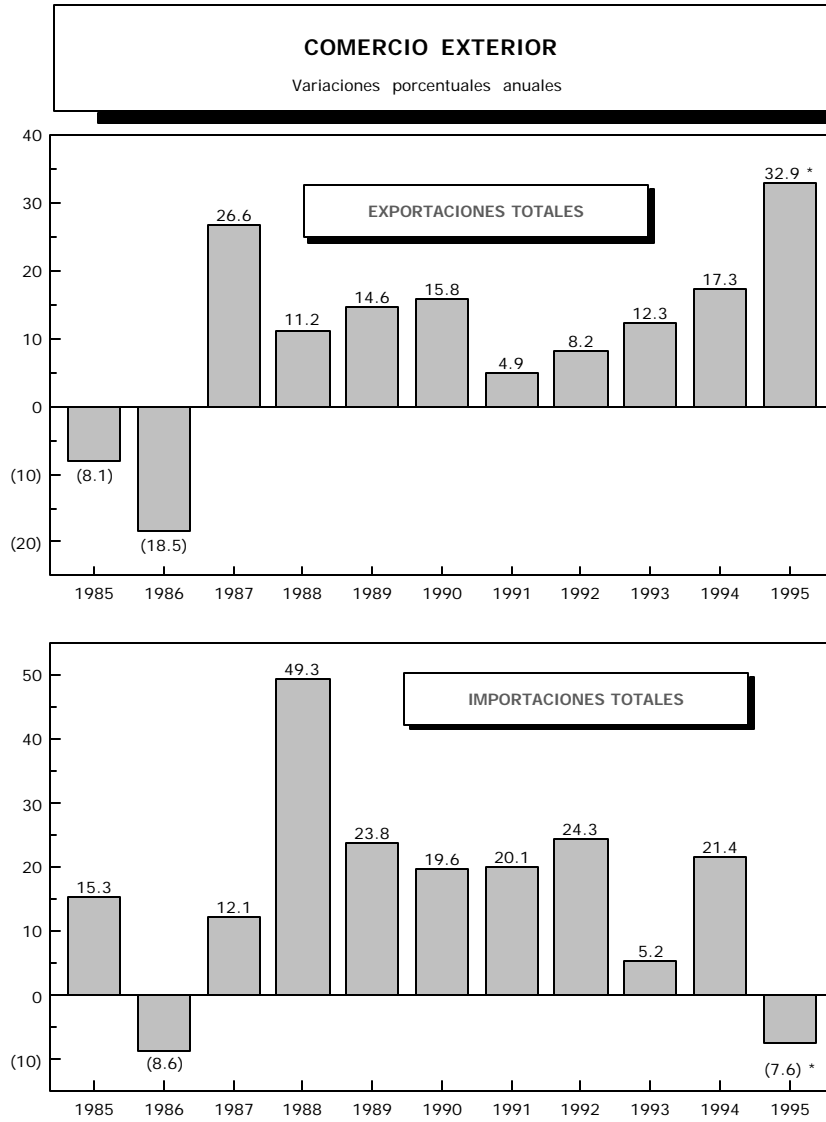
Concepto	1994						1995		
	I	II	III	IV	Dic.	Anual	I	II	Jul.
Tasa de desempleo abierto urbano	3.7	3.6	3.9	3.6	3.2	3.6	5.2	6.5	7.3
Cd. de México	4.3	4.2	3.8	3.9	3.6	4.1	5.7	7.4	8.6
Guadalajara	3.6	3.1	3.8	3.1	2.6	3.5	6.0	6.7	7.4
Monterrey	4.7	4.9	5.2	5.5	4.7	5.0	6.0	8.1	8.6

^{p/} Cifras preliminares; ^{q/} Porcentaje con respecto a la población ocupada.
Fuente: INEGI.

1.2. Sector Externo

Durante 1995 la evolución del sector externo ha mostrado las siguientes características: a) elevado dinamismo de las exportaciones de mercancías; b) contracción de las importaciones totales de mercancías, no obstante que aquellas asociadas con la actividad exportadora han tenido un rápido crecimiento; c) cuantioso superávit de la balanza comercial; d) virtual desaparición del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos; e) reconstitución de las reservas internacionales como resultado de un ajuste ordenado del sector externo y de que se ha contado con apoyos financieros del exterior; y f) retorno gradual, en los últimos meses, a los mercados financieros internacionales.

GRAFICA 5



* Enero - Agosto.

Cuadro 8
BALANZA COMERCIAL
Millones de dólares

Concepto	1994	1994	1995	Variación Absoluta	Variación Porcentual	
	(1)	Enero-Agosto (2)	(3)		1994	1995
				(3)-(2)	(3) / (2)	
EXPORTACIONES	60,882	38,873	51,652	12,780	17.3	32.9
Petroleras	7.445	4.805	5.784	979	0.4	20.4
No petroleras	53.437	34.068	45.868	11.800	20.2	34.6
Agropecuarias	2.678	1.906	3.140	1.234	7.0	64.7
Extractivas	357	227	374	146	28.2	64.2
Manufactureras	50.402	31.934	42.355	10.421	20.9	32.6
Maquiladoras	26.269	16.674	19.830	3.156	20.2	18.9
Resto	24.133	15.260	22.525	7.265	21.7	47.6
IMPORTACIONES	79,346	50,982	47,110	-3,873	21.4	-7.6
Bienes de Consumo	9.510	5.917	3.457	-2.460	21.3	-41.6
Bienes Intermedios	56.514	36.467	37.773	1.307	21.6	3.6
Maquiladoras	20.466	13.050	16.720	3.670	24.5	28.1
Resto	36.048	23.417	21.053	-2.364	20.1	-10.1
Asociados a exportación	31.299	20.094	26.067	5.973	28.3	29.7
No asociados a exportación	25.215	16.373	11.706	-4.667	14.2	-28.5
Bienes de Capital	13.322	8.599	5.879	-2.719	20.5	-31.6
Empresas exportadoras	2.286	1.538	2.080	543	8.5	35.3
Empresas no exportadoras	11.036	7.061	3.799	-3.262	23.3	-46.2
BALANZA COMERCIAL	-18,464	-12,110	4,543	16,652	37.0	s.s

s.s Sin significado debido a que cambia de signo

La principal característica de la evolución del comercio exterior en 1995 ha sido el surgimiento de un considerable superávit comercial (ver cuadro 8). En los primeros ocho meses del año, el superávit acumulado ascendió a 4,543 millones de dólares del los EE.UU.A.¹, lo que contrasta marcadamente con el déficit de 12,110 millones de dólares en el mismo lapso del año anterior. Este resultado tiene su origen en el importante dinamismo

¹/ En lo sucesivo, para fines de brevedad, al hacer referencia a dólares de los EE.UU.A. se dirá solamente dólares.

de las exportaciones de mercancías, las cuales alcanzaron en el período referido 51,652 millones de dólares. Esta cifra significa un crecimiento de 32.9 por ciento con respecto a los mismos ocho meses de 1994 (ver gráfica 5). Esta tasa de crecimiento es la más alta obtenida desde 1980. En los primeros ocho meses del presente año las exportaciones no petroleras crecieron 34.6 por ciento con relación a los mismos meses del año pasado. Esta tasa es la más alta registrada en los últimos veintiún años.

La favorable expansión que han tenido las exportaciones de mercancías ha sido posible gracias al rápido aumento de las correspondientes al sector manufacturero. En el período enero-agosto de 1995, las exportaciones manufactureras llegaron a 42,355 millones de dólares, con lo que su participación dentro de las exportaciones totales alcanzó 82 por ciento. Otro dato significativo es que estas ventas mostraron un crecimiento de 32.6 por ciento en relación con la cifra de los mismos ocho meses de 1994. El dinamismo de las exportaciones manufactureras ha sido muy generalizado (ver cuadro 9), habiendo sido más notable en las actividades de textiles, química, industrias básicas de hierro y acero, y en la industria automotriz. Cabe señalar que en 1995 el crecimiento del valor de las exportaciones manufactureras del sector no maquilador (de 47.6 por ciento) ha sido superior al del maquilador (18.9 por ciento). El resto de los renglones de las exportaciones de mercancías también han mostrado aumentos muy importantes en el año. Así, en el período enero-agosto de 1995, las exportaciones agropecuarias, las petroleras y las extractivas no petroleras registraron crecimientos respectivos de 64.7, 20.4 y 64.2 por ciento, con relación al mismo período de 1994.

Cuadro 9
CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES MANUFACTURERAS
 Variaciones Porcentuales Anuales

Concepto	No Maquiladoras		Total	
	1994	1995	1994	1995
		Ene.-Ago.		Ene.-Ago.
EXPORTACION MANUFACTURERA	21.7	47.6	20.9	32.6
A. Alimentos, Bebidas y Tabaco	21.2	46.2	19.2	40.5
B. Text. Artículos de Vestir e Ind. del Cuero	17.2	85.5	17.5	51.6
C. Industria de la Madera y sus Productos	-0.8	-2.2	2.1	-3.7
D. Papel, Imprenta e Industria Editorial	20.8	143.4	-15.2	59.5
G. Química	17.2	56.8	17.6	52.8
H. Productos de Plástico y de Caucho	37.5	52.0	5.9	17.0
I. Fab. Otros Prods. Miner. no Metálicos	6.1	17.8	8.0	13.8
J. Industrias Básicas, Hierro y Acero	14.7	133.5	9.7	105.1
K. Industrias Básicas Metales no Ferrosos	6.7	69.7	6.0	64.2
L. Productos Metálicos, Maq. y Equipo	26.2	35.9	24.6	25.9
1. Para la Agricultura y Ganadería	28.6	51.4	17.8	30.0
2. Para los Ferrocarriles	-36.9	85.6	-36.9	85.5
3. Para otros Transportes y Comunicaciones	20.9	46.7	21.3	41.5
Industria Automotriz	21.6	46.7	21.2	40.7
Resto	5.7	45.7	21.9	52.4
4. Maq. y Equipo Esp.p./Inds.Diversas	37.2	27.5	41.9	22.4
5. Equipo Profesional y Científico	16.8	32.9	10.2	10.3
6. Equipo y Aparatos Eléc.y Electrónicos	41.4	8.4	23.1	18.0
7. Aparatos de Fotografía, Óptica y Relojería	-5.5	36.1	-4.5	24.4
M. Otras Industrias Manufactureras	19.0	61.9	37.0	37.3

Las importaciones de mercancías han disminuido significativamente durante 1995, debido a la contracción de la demanda agregada y al aumento en el precio relativo de los bienes de origen extranjero. En los primeros ocho meses del presente año, el valor de las citadas importaciones fue de 47,110 millones de dólares, lo que se tradujo en una caída de 7.6 por ciento con relación a igual lapso del año anterior. Dos de los tres renglones en que se clasifican las importaciones de mercancías presentaron descensos. La disminución más cuantiosa se registró en las adquisiciones de bienes de consumo, la cual resultó de 41.6 por ciento en el período considerado, mientras que la correspondiente a bienes de capital fue de 31.6 por ciento. Por su parte, las importaciones de bienes intermedios mostraron un ligero crecimiento de 3.6 por ciento.

Un hecho notable en lo referente al comportamiento de las importaciones es que aquellas compras asociadas a la actividad exportadora

han mostrado variaciones positivas y muy altas. Así, en los primeros ocho meses de 1995, las adquisiciones de insumos para la producción de bienes exportables crecieron 29.7 por ciento, mientras que las de bienes de capital efectuadas por empresas identificadas como exportadoras lo hicieron en 35.3 por ciento. Estas cifras son reflejo fiel del dinamismo mostrado por las exportaciones de mercancías e indican que en el presente año, el sector exportador ha continuado invirtiendo de manera significativa para incrementar su capacidad productiva.

Como se ha indicado, durante 1995 el ajuste de la cuenta corriente de la balanza de pagos ha sido muy considerable. En el primer trimestre el déficit de dicha cuenta descendió a 1,075 millones de dólares y en el segundo trimestre cambió de signo para convertirse en un superávit de 455 millones. Cabe recordar que desde el segundo trimestre de 1988, dicha cuenta no había arrojado superávit. El saldo deficitario de la cuenta corriente en la primera mitad de 1995 fue de 620 millones de dólares, el cual contrasta radicalmente con el de 13,816 millones de dólares que se presentó en el mismo lapso de 1994.

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

Concepto	1994	1995	Variación
	Primer semestre		
CUENTA CORRIENTE	<u>-13,816</u>	<u>-620</u>	<u>13,196</u>
Balanza Comercial	-8,847	3,089	11,936
Exportaciones	28,844	38,312	9,468
- Importaciones	-37,691	-35,223	-2,468
Servicios No Factoriales	-790	610	1,400
Servicios Factoriales	-6,161	-6,498	-337
Transferencias	1,982	2,179	197

La evolución de la cuenta corriente durante 1995 ha estado muy influida por el desempeño de la balanza comercial, así como por el del rubro de servicios no factoriales. La disminución del déficit corriente en el primer semestre de 1995 con relación al observado en el primer semestre de 1994, fue de 13,196 millones de dólares. De dicho monto, un total de 11,936 millones de dólares provino del cambio de signo de la balanza comercial. Por otro lado, 1,400 millones de dólares de la variación total de la cuenta corriente son atribuibles al desempeño de los servicios no factoriales, cuyo saldo también pasó de déficit a superávit. En dirección contraria, aunque con una influencia pequeña, operó el aumento de 337 millones de dólares registrado en el rubro de erogaciones netas por servicios factoriales. Este último fenómeno es atribuible fundamentalmente a los mayores pagos que tuvieron que hacerse al exterior por concepto de intereses. Ello, a consecuencia de que los niveles de las tasas de interés internacionales prevaecientes en la primera mitad de 1995 fueron superiores a los correspondientes al mismo lapso del año pasado. Finalmente, el superávit del renglón de transferencias netas del exterior aumentó en 197 millones de dólares en el primer semestre de 1995 respecto del mismo lapso del año precedente.

El concepto de servicios no factoriales que, como fue mencionado, también contribuyó de manera significativa al ajuste de la cuenta corriente, comprende principalmente las transacciones de viajeros internacionales (suma de turismo y excursionistas),^{1/} así como otros servicios relacionados en su mayor parte con el comercio exterior (fletes, seguros, telecomunicaciones, etc.). En la primera mitad de 1995, esta cuenta arrojó un superávit de 610 millones de dólares que contrasta con el déficit de 790 millones observado en

^{1/} Cabe recordar que ahora los datos referentes a viajeros internacionales se clasifican en turistas (los que pernoctan en el país visitado) y excursionistas (visitantes de un mismo día).

el mismo período del año pasado. Cerca de tres cuartas partes de la mejoría en esta cuenta tuvieron su origen en un mayor saldo superavitario del renglón de viajeros internacionales. Este desempeño se explica por la caída en los egresos por concepto de viajes internacionales de los residentes del país (en 45 por ciento), resultado que compensó en exceso una ligera disminución de los ingresos por visitantes del exterior (de 4.1 por ciento). Esta última se debió a que, no obstante haber aumentado el número de turistas que visitaron nuestro país, su gasto medio medido en dólares se redujo como consecuencia de la devaluación.

Durante el primer semestre de 1995 la cuenta de capital mostró un superávit de 3,716 millones de dólares, saldo que representó una disminución de 63 por ciento con respecto al observado en el mismo lapso del año anterior (9,908 millones de dólares). Entre los factores que han determinado la contracción en las entradas de recursos al país cabe destacar los siguientes: a) el deterioro de las expectativas que siguió a la crisis financiera y cambiaria surgida a finales de 1994; b) la incertidumbre que se suscitó sobre la capacidad, tanto del sector público como del privado, de poder hacer frente a sus compromisos externos de corto plazo; y c) la percepción de los mercados internacionales de un mayor riesgo país para México.

Cuadro 11
CUENTA DE CAPITAL DE LA BALANZA DE PAGOS
Millones de dólares

Concepto	1994	1994	1995	Variación
	Anual (1)	Enero-Junio (2)	(3)	Absoluta (3) - (2)
TOTAL	11,550	9,908	3,716	-6,192
Inversión Extranjera Directa	7,980	3,464	2,573	-891
Inversión Extranjera de Cartera	8,187	10,052	-11,492	-21,544

Mercado Accionario	4,088	3,714	233	-3,481
Valores Moneda Nacional	-2,225	1,433	-8,079	-9,512
Tesobonos de Residentes Externos	16,131	9,189	-10,621	-19,810
Pagados en pesos	16,131	9,189	-6,840	-16,029
Pagados en dólares	--	--	-3,781	-3,781
Otros	-18,356	-7,756	2,542	10,298
Valores Moneda Extranjera	6,324	4,905	-3,646	-8,551
Sector Público	3,980	3,256	-2,121	-5,377
Banca Comercial	100	200	-82	-282
Sector Privado no bancario	2,244	1,449	-1,443	-2,892
Endeudamiento Neto	853	1,319	13,214	11,895
Sector Público	-1,564	-1,652	15,752	17,404
Apoyo Financiero	--	--	17,960	17,960
Resto	-1,564	-1,652	-2,208	-556
Privado	2,417	2,971	-2,538	-5,509
Banca Comercial	1,181	1,636	-3,936	-5,572
No Bancario	1,236	1,335	1,398	63
Activos	-5,470	-4,927	-579	4,348
Tesobonos pagados en dólares a nacionales	--	--	-1,075	-1,075
Otros	-5,470	-4,927	496	5,423

Como es sabido, durante el primer semestre de 1995, se contó con apoyos financieros por 17,960 millones de dólares (m.d.) provenientes del Fondo Monetario Internacional (7,725 m.d.) y de las autoridades financieras de los Estados Unidos y de Canadá (10,235 m.d.).^{1/} Cabe señalar que, excluyendo estos apoyos, la cuenta de capital presenta en ese primer semestre un cuantioso saldo negativo debido, principalmente, a lo siguiente: amortización de Tesobonos en dólares por 11,696 millones;^{1/} amortización neta de deuda externa del sector público por 4,329 m.d.; pago de pasivos bancarios por 4,018 m.d.; y pago de valores de empresas privadas no bancarias por 1,443 m.d. Por su parte, el monto neto de entradas de recursos del exterior correspondientes a otros renglones de la cuenta de capital resultó positivo por 7,243 millones de dólares. Destacan los rubros de inversión extranjera directa (2,573 m.d.); inversión de cartera en el mercado accionario (233 m.d.); colocación entre

1/ Durante los meses de julio y agosto se obtuvieron recursos adicionales del FMI por 3,668 millones de dólares y por 2,500 millones de dólares del Gobierno de Estados Unidos. Con ello el monto total de recursos del Fondo de Estabilidad de la Paridad durante los primeros ocho meses del año se elevó a 24,128 millones de dólares.

1/ El equivalente a 7,551 millones de dólares fueron pagados en moneda nacional a residentes mexicanos. Esta operación no constituye una transacción de balanza de pagos debido a que se realiza en moneda nacional entre dos unidades económicas residentes del país. Tomando en cuenta este pago, el vencimiento total de Tesobonos durante el primer semestre de 1995 resultó de 19,247 millones de dólares.

extranjeros de otros valores gubernamentales, principalmente Cetes (2,542 m.d.) y crédito neto obtenido por el sector privado no bancario (1,398 m.d.).

El saldo deficitario de la cuenta corriente de la balanza de pagos en el primer semestre por 620 millones de dólares, conjuntamente con el superávit de la cuenta de capital por 3,716 millones de dólares, a lo que se agregan otras entradas de recursos del exterior reflejadas en el saldo positivo del renglón de errores y omisiones, por 838 m.d., explican el aumento de 3,934 millones de dólares en la reserva internacional neta del Banco de México en el primer semestre. Al cierre de junio la reserva neta se ubicó en un nivel de 10,082 millones de dólares.^{1/}

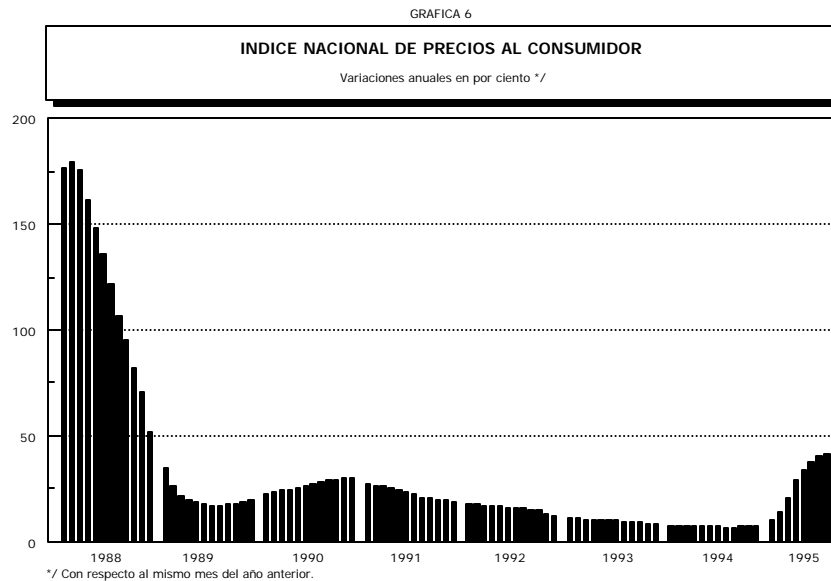
La mejoría lograda en la estabilización macroeconómica hizo posible efectuar nuevas colocaciones en los mercados internacionales de capital en fechas posteriores a junio. Estas colocaciones fueron realizadas, primeramente, por la banca de desarrollo, seguidas por emisiones del sector privado bancario y no bancario y del Gobierno Federal. Cabe destacar en este aspecto las dos exitosas colocaciones de bonos efectuadas por este último en los meses de julio y agosto, cuyos montos pudieron aumentarse de 500 a 1,000 y de 570 a 1,100 millones de dólares, respectivamente. El continuado aumento del superávit de la cuenta de capital, aunado al virtual equilibrio observado en la cuenta corriente, hizo posible que al 22 de septiembre las reservas internacionales netas alcanzaran el nivel de 15,118.4 millones de dólares.

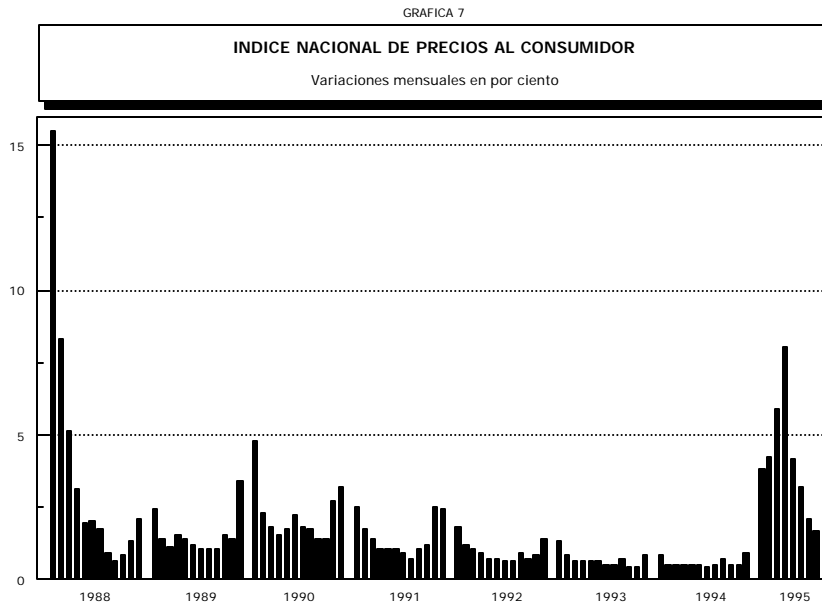
^{1/} Esta variación de la reserva internacional difiere de la dada a conocer en la balanza de pagos que aparece en otras publicaciones del Banco de México. Ello se debe a que la reserva mencionada en este documento es neta, mientras que la citada en otras publicaciones es bruta. La diferencia entre ambos conceptos representa fundamentalmente otros pasivos internacionales del banco central a menos de seis meses, mismos que se deducen de la reserva bruta para medir la reserva neta.

I.3. Inflación.

I.3.1. Precios al Consumidor.

Como resultado de la devaluación de diciembre de 1994, la inflación mensual, según el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), se situó en 3.8 por ciento durante enero y continuó en ascenso hasta alcanzar en abril una tasa de 8 por ciento. A partir de mayo, el incremento mensual de los precios al consumidor ha mantenido una tendencia a la baja, descendiendo a un nivel de 1.66 por ciento en agosto. La elevación acumulada de los precios al consumidor durante los ocho primeros meses de 1995 fue de 37.9 por ciento.





El ajuste del tipo de cambio ocurrido en diciembre de 1994 (de 49.7 por ciento) y la depreciación acumulada de la moneda nacional a lo largo de 1995 (de 21.6 por ciento hasta el 31 de agosto), han tenido un fuerte impacto sobre el INPC. En el año en curso, la depreciación del peso se concentró en los tres primeros meses. A partir de finales de marzo hasta finales de mayo la moneda nacional mostró una sustancial apreciación y desde este último período ha permanecido relativamente estable, al mantenerse en un intervalo de 6.00 a 6.38 nuevos pesos por dólar.¹ De lo anterior se deriva que el efecto cambiario sobre la inflación también debió de haberse concentrado en los primeros meses del año, tal y como lo reflejan las cifras.

¹ / Cotizaciones mínima y máxima del dólar interbancario a 48 horas para el período comprendido del 1º de junio al 18 de septiembre de 1995.

Los movimientos cambiarios afectan directamente los precios de las mercancías, pues éstas en su gran mayoría son comerciables internacionalmente. Esto puede apreciarse en el cuadro 12, en el cual se muestra la evolución de los precios de las mercancías y los servicios que componen la canasta de referencia del INPC. De las cifras de dicho cuadro se desprende que las elevaciones de los precios de las mercancías han sido mayores que las del índice general.

Cuadro 12
INDICE NACIONAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
Variaciones porcentuales mensuales, 1995

CONCEPTO	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Acum.
INDICE GENERAL	3.8	4.2	5.9	8.0	4.18	3.17	2.04	1.66	37.88
Mercancías	4.5	4.9	6.1	8.9	5.61	4.09	2.48	1.99	45.35
Servicios	2.8	3.4	5.7	6.8	2.40	1.99	1.46	1.22	28.63

Cabe mencionar que la política monetaria adoptada, la moderación de los ajustes salariales y el débil ritmo de la actividad económica durante el presente año han limitado la transmisión del ajuste cambiario a precios. En particular, la contracción de la demanda agregada ha forzado a no pocas empresas a absorber mediante reducciones de sus márgenes de utilidad el aumento de costos causado por la devaluación. Todo lo anterior explica que la depreciación del tipo de cambio haya sido de más de ochenta por ciento de mediados de diciembre a finales de agosto, mientras que la inflación acumulada en ese período sea de menos de 40 por ciento y el crecimiento de los precios de las mercancías de 45 por ciento.

Ante la anticipación de una contracción en la actividad económica, de una tasa de inflación más elevada y un mayor nivel promedio de las tasas de interés para 1995, en marzo pasado el Gobierno Federal, en el contexto del Programa de Acción para Reforzar el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (PARAUSEE), se vio en la necesidad de promover algunas medidas fiscales para evitar un deterioro de las finanzas públicas que obraría en contra de la consecución de la estabilidad económica.

Así, a partir del mes de abril de 1995 se aumentó la tasa general del IVA del 10 al 15 por ciento (salvo en las zonas libres y franjas fronterizas, donde se mantuvo la tasa del 10 por ciento). Si bien esta medida explica una buena parte de la elevada tasa de inflación que se registró durante ese mes, es importante señalar que su efecto sobre el nivel general de precios no es repetitivo, sino que se da una sola vez.

En el PARAUSEE se incluyeron aumentos en los precios de las gasolinas y del gas doméstico, e incrementos de las tarifas eléctricas y de aquéllas que cobran por sus servicios Ferrocarriles Nacionales de México, Aeropuertos y Servicios Auxiliares, y Caminos y Puentes Federales. En adición, con el fin de eliminar distorsiones en el sistema de precios que muchas veces se traducen en subsidios injustificados, se restableció la práctica de fijar los precios y tarifas de productos públicos comerciables con base en sus referencias internacionales. Estas medidas, si bien en el muy corto plazo se reflejaron en mayores tasas de inflación, a la postre serán fundamentales para lograr la estabilización, pues contribuyen a mantener las finanzas públicas en orden.

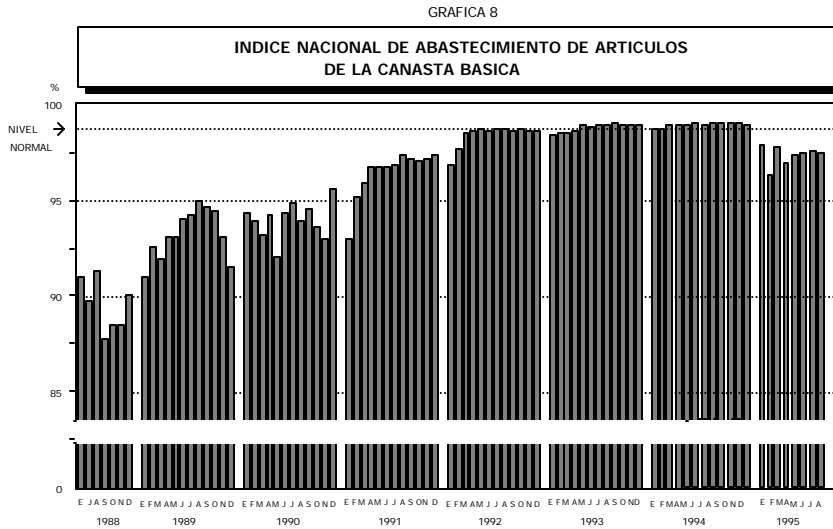
Por otra parte, los precios de algunos bienes y servicios incluidos en la canasta básica que aún se concertan, también tuvieron que ajustarse al alza durante lo que va del año. Ello, con el objeto de evitar aumentos de subsidios o rezagos que podrían causar desabasto. Entre estos productos, destacan el pan blanco, las tortillas, la leche, el aceite vegetal, jabones, detergentes y pasajes de microbuses y taxis, entre otros.

En el cuadro 13 se muestran las variaciones porcentuales mensuales y las contribuciones inflacionarias de los principales ajustes en precios y tarifas mencionados anteriormente. Dichos ajustes, aunados a la repercusión inflacionaria causada por el aumento del IVA, explican 4.42 puntos porcentuales de la inflación de abril y 10 puntos porcentuales de la inflación acumulada en el período enero-agosto de 1995.

I.3.2. Abastecimiento de bienes básicos

Después de que durante los últimos años el nivel de abastecimiento de bienes básicos fue óptimo, durante las primeras cinco semanas de 1995 el citado índice disminuyó ligeramente, al situarse tres puntos porcentuales por debajo del nivel normal (ver gráfica 8). En las semanas subsecuentes, el abastecimiento mejoró y se ha mantenido en un nivel promedio que es únicamente 1.5 puntos porcentuales menor que el considerado como normal. La decisión de preservar la flexibilidad de los precios de bienes y servicios evitó un mayor desabasto.

Cabe mencionar que prácticamente en ninguna economía el abastecimiento puede ser siempre del 100 por ciento para todos los productos, aún cuando no haya restricción alguna al ajuste de precios o sobre las actividades industriales y comerciales. Ello, en virtud de que el abastecimiento total implicaría precios inconvenientes para el consumidor, dado el costo de los inventarios adicionales que tal abastecimiento requeriría. Es posible que el nivel de abastecimiento observado a últimas fechas esté precisamente reflejando el mayor costo de mantenimiento de inventarios.



I.3.3.- Precios Productor

Durante los ocho primeros meses del año el crecimiento mensual de este índice siguió una trayectoria similar a la del INPC. En efecto, durante enero el aumento mensual fue de 5.9 por ciento, en abril la inflación mensual llegó a 8.9 por ciento y a partir de mayo ésta descendió consecutivamente para alcanzar 1.7 por ciento en agosto.

Por lo que hace a la inflación acumulada durante los ocho primeros meses de 1995, el Índice Nacional de Precios Productor, sin considerar al petróleo crudo de exportación, mostró una elevación de 41.14 por ciento. Según el destino de la producción final, los crecimientos acumulados más grandes en el período corresponden a los precios de las exportaciones (54.02 por ciento) y de los bienes utilizados en la formación bruta de capital (42.76 por ciento). Por su parte, los precios de los bienes de consumo privado han

aumentado a una tasa similar a la del INPC (39.05 por ciento) y los precios de las materias primas se han incrementado en 50.26 por ciento.

Según el origen de los bienes, los mayores aumentos de precios en el período enero-agosto corresponden a la minería (101.89 por ciento); industria petrolera (51.18 por ciento, sin incluir al petróleo); productos de madera, papel, imprenta y editoriales (50.79 por ciento); industrias químicas (51.79 por ciento); industrias metálicas (68.33 por ciento); maquinaria, aparatos y refacciones (54.48 por ciento); vehículos, refacciones y otros materiales de transporte (61.45 por ciento) y manufacturas diversas (65.74 por ciento).

I.4. Finanzas Públicas

Durante los primeros seis meses del año, el sector público logró un superávit económico de 15,293 millones de nuevos pesos (mnp), nivel que se compara favorablemente con el correspondiente al mismo período de 1994, de 3,058 m.n.p.. Con relación a las cifras del primer semestre del año anterior, los ingresos totales mostraron una leve caída de 0.9 por ciento en términos reales, mientras que el gasto neto total se contrajo en 6.4 por ciento en términos reales. La relativa estabilidad en los ingresos públicos reales es atribuible a la elevación en la tasa del IVA y al ajuste de los precios y tarifas públicas que entró en vigor durante los meses de marzo y abril, que permitieron compensar los efectos sobre los ingresos provocados por la contracción de la actividad económica. Por su parte, el descenso en el gasto se derivó de la disciplina aplicada en su ejercicio, sin que ello significara menoscabo en el cumplimiento de las metas de gasto social (sobre todo las erogaciones en educación y salud). Finalmente, el superávit primario alcanzó durante la

primera mitad del año 51,231 m.n.p., lo que representó un incremento de 27,694 m.n.p. en relación al mismo período del año anterior.

Es pertinente señalar que la referida evolución de las finanzas públicas ha coadyuvado al restablecimiento de la credibilidad en el programa económico y a lograr el regreso de México a los mercados financieros internacionales. A su vez, esto último ha jugado un papel muy importante en la estabilización de los mercados financieros nacionales, particularmente el cambiario, y en la reducción de las tasas de interés. En adición, el superávit económico público del primer semestre del año ha evitado una mayor contracción del crédito al sector privado. De no haberse obtenido en el primer semestre del año en curso los resultados de finanzas públicas descritos, las tasas de interés hubiesen sido más altas y la contracción en el gasto privado mayor a la observada.

Las reflexiones anteriores son muy necesarias en coyunturas como por la que atraviesa actualmente el país. Ello, en razón de que son épocas en que siempre surgen voces que claman por una expansión del gasto público, supuestamente para inducir un incremento de la demanda agregada y, en consecuencia, una reactivación del crecimiento económico.

Una consideración muy importante sobre este particular, que con frecuencia pasa inadvertida, es que el financiamiento de un déficit público implica necesariamente que otros agentes económicos gasten menos, ya sea en el país o en el extranjero. Dada esta premisa, resulta interesante analizar algunas posibilidades.

Una es que el déficit sea financiado en el mercado financiero nacional. En este caso, habría una presión al alza sobre las tasas de interés internas, cuyos efectos previsibles serían los siguientes: una menor inversión privada, una disminución en el consumo y un concomitante incremento del ahorro privado. En esta situación, la demanda agregada no tendría necesariamente que aumentar, ni tampoco se advierte cómo el déficit de las finanzas públicas podría asegurar la reanimación de la economía.

Una segunda posibilidad es que el déficit fuera financiado con recursos externos. Esta opción sí podría dar lugar a un aumento de la demanda en el país por virtud del menor gasto que se produciría en el extranjero. Sin embargo, muy sabido es que existen límites al monto de recursos que los mercados internacionales de capital están dispuestos a canalizar a cualquier país, más aún en circunstancias semejantes a las que atraviesa actualmente México.

Una tercera posibilidad sería que el déficit fuese financiado con recursos del banco central. En este caso, pronto surgirían presiones inflacionarias y sobre el tipo de cambio, dando lugar a que las tasas de interés repuntaran.

De lo anterior se infiere que, en circunstancias como las actuales en México, la política fiscal no debe ser utilizada para intentar aumentos de la demanda agregada que no puede producir. Lo importante es que esté enfocada a la óptima asignación del gasto público, así como a la determinación del monto más apropiado que éste deba tener a la luz de los recursos disponibles para su sano financiamiento.

I.5. Agregados Monetarios

La evolución de los principales agregados monetarios durante el período enero - agosto del año en curso, se muestra en el cuadro 14. Procede advertir que las variaciones del tipo de cambio ocurridas a lo largo de dicho período afectan la expresión en nuevos pesos de los componentes denominados en moneda extranjera de algunos agregados, sin que la variación de éstos por tal motivo haya implicado un flujo efectivo de recursos. Por tanto, la información se presenta no sólo en saldos nominales, sino también en saldos ajustados. Estos últimos permiten excluir el mencionado efecto cambiario sobre los saldos denominados en moneda extranjera.

Cuadro 14
AGREGADOS MONETARIOS Y FINANCIAMIENTO DE LA BANCA COMERCIAL

	Miles de Millones de Nuevos pesos				Variación Porcentual Ago. 1994 - Ago. 1995		
	Saldos Nominales 1/		Saldos Nominales Ajustados 2/		Saldo Nominal 1/	Saldo Real 2/	Saldo Nominal/Ajustado 3/
	Dic.94	Ago.95	Dic. 94	Ago 95			
1. Billetes y Monedas en poder del público	51.9	43.2	51.9	43.2	7.2	-24.3	7.2
2. Cuentas de Cheques	102.6	86.4	98.3	80.6	-12.0	-37.8	-16.9
3. M1 = (1+2)	154.5	129.6	150.2	123.8	-6.4	-33.9	-9.8
4. Instrumentos Bancarios a Plazo hasta 1 año	290.2	384.3	262.2	345.5	44.4	2.0	32.5
5. M2 = (3+4)	444.7	513.9	412.7	469.6	27.0	-10.3	17.9
6. Instrumentos No Bancarios a Plazo hasta 1 año	135.8	85.0	95.9	60.0	-15.9	-40.6	-70.0
7. Instrumentos Bancarios y No Bancarios A plazo mayor de un año más fondos del SAR	148.6	168.3	139.0	155.6	29.9	-8.2	22.8
8. M4 = (5+6+7)	729.1	767.2	645.0	652.5	20.8	-14.7	4.8
A. Captación Integral 3/	576.6	612.6	529.3	545.8	18.0	-16.7	5.1
Banca Comercial	389.1	433.3	383.3	424.2	19.5	-15.6	17.0
Otros Intermediarios Financieros	187.5	179.3	146.0	121.6	14.4	-19.2	-22.4
B. Financiamiento de la Banca Comercial 4/	601.4	643.3	503.1	513.8	29.1	-8.8	11.2
Al Sector Privado	589.8	618.5	511.3	510.2	25.9	-11.1	8.1

*/ Excluye el efecto de las variaciones del tipo de cambio sobre los saldos denominados en moneda extranjera, a excepción de los billetes y monedas que están denominados en su totalidad en moneda nacional.

1/ Los saldos denominados en moneda extranjera se valoraron al tipo de cambio del día.

2/ Se refiere al saldo nominal deflactado por el Índice Nacional de Precios al Consumidor.

3/ Incluye la captación tradicional de la banca múltiple más la captación a través del mercado de dinero y de otros fideicomisos de inversión de la misma banca y de otros intermediarios financieros. Excluye las operaciones entre intermediarios financieros.

4/ Incluye cartera propia más la cedida en redescuento; la cartera vencida que no ha sido castigada y la cartera cedida mediante los programas con Fobaproa y con UDIS.

En el cuadro anterior se puede observar lo siguiente:

- (a) La variación negativa en términos reales de los billetes y monedas en poder del público. Ello se explica por tres factores fundamentales: la contracción de la actividad económica, la caída en el salario real y el aumento en el costo de oportunidad de mantener saldos disponibles en dichos medios de pago (como consecuencia de la elevación de las tasas de interés).^{1/}

- (b) El otro componente de M1, los saldos de las cuentas de cheques, también registró una importante caída en términos reales en agosto de 1995 con respecto a su nivel del mismo mes del año anterior. Los factores que afectaron a la tenencia de billetes y monedas por parte del público, también afectaron las cuentas de cheques. Además, la evolución de estas últimas se vio influenciada por la ampliación del diferencial entre el rendimiento de cuentas de cheques y el de otros instrumentos bancarios de corto plazo, el cual se incrementó de 7.7 por ciento en agosto de 1994, a 19.9 por ciento en agosto de 1995. Esto indujo una transferencia de fondos a esos otros instrumentos bancarios de corto plazo.

- (c) El saldo de M4 también mostró una considerable caída en términos reales de agosto de 1994 a agosto de 1995. Este fenómeno se debe fundamentalmente a la gran amortización de capital externo que el país llevó a cabo durante ese lapso. Cabe destacar las amortizaciones netas de valores gubernamentales en poder de residentes del exterior, en particular de Tesobonos. A su vez, ello se reflejó en el descenso tan

^{1/} El comportamiento de este agregado se analiza con mayor detalle en la siguiente sección.

pronunciado que experimentó el saldo total de la captación mediante instrumentos no bancarios a plazo de hasta un año.

- (d) Por último, es pertinente mencionar que, de agosto de 1994 a agosto de 1995, el financiamiento de la banca comercial a la economía se redujo 8.8 por ciento en términos reales. Esta evolución del financiamiento bancario es fundamentalmente reflejo de la reducción de los recursos prestables en la economía, producto de las amortizaciones de capital al exterior ya citadas. También es reflejo de una menor demanda de crédito por parte del público, producto, a su vez, de la contracción económica, de la elevación de las tasas de interés nominales y reales y, en no pocos casos, del sobreendeudamiento de familias y empresas. Lo anterior coincidió con una política crediticia más cautelosa de las instituciones financieras ante el considerable aumento de su cartera vencida.

II. POLÍTICA MONETARIA.

La devaluación del peso mexicano ocurrida en diciembre de 1994, combinada con bajos niveles de reservas internacionales, hicieron aconsejable la adopción de un régimen cambiario de flotación. Ello ha tenido profundas implicaciones para la conducción de la política monetaria. Como es sabido, por esta última se entiende el manejo del crédito del Banco de México.

En regímenes cambiarios de tipo de cambio fijo y, en general, en todos aquellos esquemas en que existen compromisos de las autoridades para

acotar los movimientos del tipo de cambio, el campo de acción de la política monetaria está sujeto a ciertos condicionamientos. El banco central pierde capacidad para afectar en los plazos mediano y largo el monto de la base monetaria y sólo conserva influencia sobre su composición por el lado de los activos (constituidos principalmente por el crédito primario y las reservas internacionales). Normalmente en esos casos, los bancos centrales concentran su atención en coadyuvar a la sostenibilidad del régimen cambiario en vigor. Esto es, en la creación de condiciones monetarias que eviten la sustitución indefinida de reservas internacionales por crédito interno del banco central. En la medida en que el arreglo cambiario sea sostenible -lo cual, procede apuntar, no depende únicamente de la política monetaria- el nivel general de los precios tenderá a comportarse en forma ordenada, siempre y cuando la moneda extranjera de referencia sea relativamente estable. De ahí que, en casos como el descrito, se diga que el tipo de cambio juega el papel de ancla nominal de la economía.

Esta ancla se pierde en un régimen cambiario de flotación. Conforme a éste, el banco central no tiene obligación de intervenir en el mercado de divisas. Esto significa que el tipo de cambio es determinado por las fuerzas del mercado, por lo que en principio puede moverse en cualquier dirección. Por tanto, no es de esperar que en un régimen de flotación libre dicho precio pueda seguir funcionando como ancla nominal del nivel general de los precios.

Pero con un régimen cambiario de flotación el banco central adquiere el control sobre la base monetaria, ya que no se ve en el caso de inyectar o sustraer liquidez por una obligada intervención en el mercado de cambios. Dado el esquema de flotación ahora en vigor en México, la base se modifica por el manejo discrecional del crédito interno neto del instituto emisor. Al

actuar sobre la base monetaria, el banco central podrá influir sobre las tasas de interés y el tipo de cambio y, a través de esto, sobre la trayectoria del nivel general de los precios. En consecuencia, conforme el instituto emisor logre reducir la inflación a las metas que se hayan adoptado, la política monetaria irá adquiriendo la propiedad de convertirse en el ancla que sujete la evolución del nivel general de los precios.

Con el objeto de comenzar a construir la referida ancla, el Banco de México decidió adoptar desde principios de este año un límite para el crecimiento de su crédito interno neto durante el ejercicio. En efecto, el pasado 4 de enero el Instituto Central informó a la opinión pública sobre su propósito de fijar un límite de 12,000 millones de nuevos pesos al crecimiento de su crédito interno neto en 1995. Posteriormente, a la luz de proyecciones más precisas sobre la evolución esperada de la velocidad de circulación del dinero de curso legal, la Junta de Gobierno anunció la decisión de disminuir dicho límite a 10,000 millones de nuevos pesos.^{1/} El nuevo límite resultaba compatible con los pronósticos previstos en ese entonces para 1995 respecto de la actividad económica y la inflación, consistentes en un crecimiento real del PIB de 1.5 por ciento y una inflación no mayor al 19 por ciento.^{2/}

No obstante la adopción del AUSEE (Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica) y de una aplicación estricta de la política monetaria anunciada por el Banco de México, durante los primeros meses del año en curso persistió un clima de incertidumbre e inestabilidad en los

^{1/} El anuncio se efectuó el 30 de enero de 1995, en ocasión de la publicación de la "Exposición sobre la Política Monetaria" correspondiente al ejercicio comprendido del 1º de enero al 31 de diciembre de 1995.

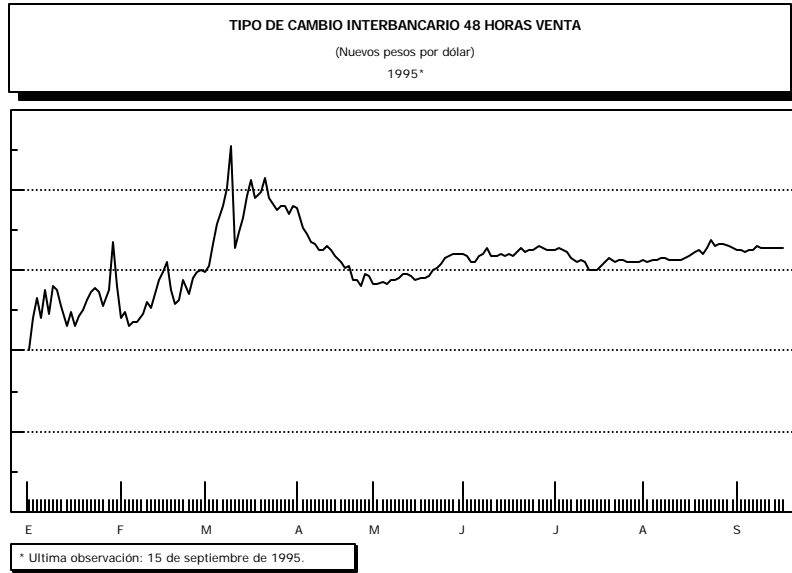
^{2/} Sobre este particular, se sugiere ver el texto que se inicia en la línea quinta del cuarto párrafo de la página 58.

mercados financiero y cambiario. Aquella situación se explica por los factores siguientes:

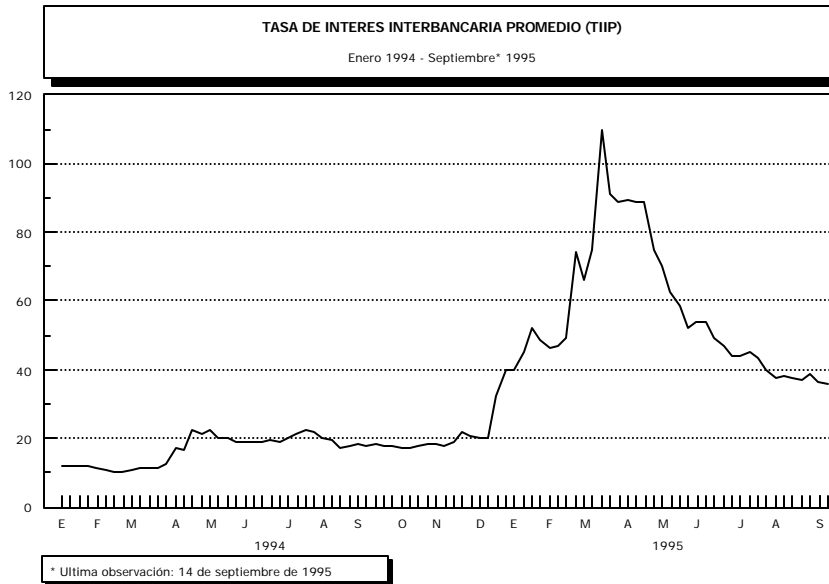
- (a) Los inversionistas, al contrastar las disponibilidades de moneda extranjera del país con los vencimientos de corto plazo de los adeudos con el exterior tanto del sector público como del privado, incluyendo aquellas obligaciones que aunque pagaderas en México en moneda nacional, están indizadas al tipo de cambio, temieron que México no tuviera capacidad de pago. La incertidumbre así surgida generó una fuerte presión sobre el tipo de cambio, al producirse fugas de capitales. Como es sabido, la volatilidad del tipo de cambio se redujo temporalmente después de que se anunció la constitución y formalización del Fondo de Estabilidad de la Paridad^{1/} a finales de enero y febrero respectivamente. Pero al difundirse entre los inversionistas la duda de que el país pudiera cumplir con la condicionalidad para disponer de dichos recursos, la presión sobre el tipo de cambio y las tasas de interés volvió a surgir. Como consecuencia de lo anterior, el tipo de cambio alcanzó un máximo de 7.55 nuevos pesos por dólar el 9 de marzo de 1995 (ver gráfica 9), mientras que la TIIP llegó a casi 110 por ciento (ver gráfica 10).

^{1/} El Fondo de Estabilidad de la Paridad ascendió a cerca de 48,000 millones de dólares (m.d.), los cuales resultan de 17,800 m.d. comprometidos por el FMI, 20,000 m.d. por el Gobierno de los Estados Unidos, y 10,000 m.d. del Banco Internacional de Pagos.

GRAFICA 9



GRAFICA 10



A fin de dar una idea del monto de amortizaciones en moneda extranjera que el país tuvo que enfrentar durante el primer trimestre del presente año, considérese que en ese lapso se hicieron pagos al exterior por un total estimado de 12,963 millones de dólares (m.d.) derivados de los siguientes conceptos: amortizaciones de Tesobonos en manos de no residentes (5,878 m.d.),^{1/} deuda pública externa (3,390 m.d.), pasivos bancarios (2,524 m.d.) y valores de empresas privadas no bancarias (1,171 m.d.).

- (b) No obstante la rapidez con que se obtuvieron los apoyos financieros externos, durante su complejo proceso de negociación se exacerbó la incertidumbre entre los inversionistas, produciendo efectos negativos en los mercados cambiario, bursátil y de dinero.
- (c) La caída en la actividad económica, el incremento de las tasas de interés, así como la depreciación del tipo de cambio durante los primeros meses de 1995, afectaron considerablemente la capacidad de pago de las empresas y las familias endeudadas. Como es lógico, ello se reflejó en aumentos sustanciales de la cartera vencida de la banca. Esto suscitó que surgieran preocupaciones acerca de la solvencia de algunas instituciones de crédito.

Así, la concurrencia de varios factores adversos dió lugar a que el programa económico adoptado en enero de 1995 dejara de ser viable. Entre estos factores cabe destacar una depreciación del tipo de cambio mayor a la anticipada al inicio del año, el aumento concomitante de las tasas de interés y

^{1/} Esta cifra depende de la residencia de quien figura como titular del depósito de Tesobonos, quien no necesariamente es el titular de la propiedad de esos valores.

de la inflación, el impacto adverso provocado por la amortización acelerada de pasivos con el exterior, instituciones de crédito debilitadas y la lógica desaceleración del crecimiento económico a consecuencia de todo lo anterior. Por tanto, a principios de marzo del año en curso se vió la necesidad de reforzar el AUSEE. Fue así que surgió el PARAUSEE (Programa de Acción para Reforzar el AUSEE). Con el PARAUSEE se adoptó un programa económico de acción integral, orientado a enfrentar con gran vigor las causas de la inestabilidad financiera y en el cual los distintos instrumentos de política económica se manejaran de manera congruente en el tiempo y entre sí. El conjunto de acciones propuesto no sólo estuvo encaminado a fortalecer el programa económico original para 1995. Al fomentarse una estabilización rápida, se buscó minimizar el daño que los desequilibrios financieros pudieron infligir al sector real de la economía a la vez que sentar las bases para reiniciar un crecimiento económico firme y sostenido.

El PARAUSEE incluyó ajustes fiscales que se hicieron necesarios a consecuencia de las mayores tasas de interés, de un tipo de cambio más depreciado, de pagos más cuantiosos al exterior y de una actividad económica más deprimida que lo esperado; fortaleció los programas de bienestar social; ratificó a la política monetaria como ancla nominal de la economía, en el contexto de un régimen de tipo de cambio flotante, y propuso dar atención especial a los problemas de los deudores.

Las políticas del gobierno, contando con el apoyo de la política monetaria, habrían de desempeñar un importante papel en la consecución de la estabilización del nivel general de los precios y de las tasas de interés, así como en reducir la volatilidad del tipo de cambio. Los avances en estos campos mitigarían los problemas de los deudores y de la banca y, en general,

sentarían bases sólidas para reanudar posteriormente el crecimiento económico.

Así, dadas las condiciones existentes a principios de marzo de 1995 y en el contexto del PARAUSEE (del que el Banco de México fue firmante), se decidió que en el corto plazo la política monetaria se orientara a reducir la volatilidad del tipo de cambio y, de ser posible, su excesiva depreciación. Esta estrategia propiciaría lo siguiente:

- a) La disminución de las presiones inflacionarias, limitando el impacto de la devaluación.
- b) El descenso de las tasas de interés, como resultado de la formación de expectativas de inflación declinante.
- c) Restauración de la revolvencia usual de los pasivos externos del país, ya fueran gubernamentales, bancarios o del sector privado no bancario.
- d) El restablecimiento de los flujos de capital externo de largo plazo hacia México.
- e) Reconstitución de las reservas internacionales del banco central.

En ese entonces, la Junta de Gobierno del Banco de México resolvió ratificar el límite de 10,000 millones de nuevos pesos para el crecimiento del crédito interno neto en 1995, el cual, según se ha dicho, había sido fijado desde finales de enero. Esto, no obstante que las proyecciones de inflación y de

evolución del PIB ya eran otras. La ratificación del límite obedeció a la estimación de que el proceso inflacionario más agudo que se estaba previendo implicaría una más elevada velocidad de circulación del dinero de curso legal, haciendo innecesario que el monto de éste aumentara más de lo programado. Un mayor incremento, como el que a veces se propone, concomitante con la tasa de inflación esperada, daría lugar a que ésta fuera todavía mayor.

El manejo del crédito primario dentro del límite mencionado, requiere por parte de la Junta de Gobierno una observación muy cuidadosa del comportamiento de varios indicadores, entre los cuales destacan los siguientes:

- La evolución de la base monetaria en relación con la trayectoria fijada como objetivo.
- Las divergencias entre la inflación observada y la inflación pronosticada.
- La evolución del tipo de cambio.
- Los resultados de encuestas sobre las expectativas inflacionarias del público y de los especialistas en la materia.
- La trayectoria de otros factores, tales como el Índice Nacional de Precios Productor, las revisiones de los contratos colectivos de trabajo, los resultados de la cuenta corriente y el saldo de la balanza de capitales.

Para poder manejar su crédito con mayor precisión, en el mes de marzo el Banco de México decidió también adoptar un nuevo esquema de encaje, llamado de encaje promedio cero. Mediante dicho esquema, los saldos deudores que hubieran aparecido al cierre de cada jornada en las cuentas corrientes de las instituciones de crédito en el Banco de México, tendrían que ser compensados, dentro de plazos mensuales medidos dos veces al mes, con la constitución en otros días de saldos acreedores en esas mismas cuentas, de por lo menos igual monto. El incumplimiento de algún banco con la condición descrita, lo hacía acreedor a una penalización calculada con base al monto del faltante acumulado y una tasa equivalente a cuatro veces la tasa vigente de Cetes. Recientemente (en agosto pasado), se decidió afinar este mecanismo, al establecerse que el cumplimiento con la condición de saldo promedio por lo menos igual a cero, deberá producirse cada 28 días en la misma fecha para todas las instituciones, además de que la tasa penal sería de dos veces la tasa vigente de Cetes.

Este esquema facilita la conducción de la política monetaria. Así, por ejemplo, si en un tiempo dado conviene restringir la demanda agregada, el Banco de México induce un sobregiro de la banca en las cuentas corrientes que les lleva.^{1/} Para evitar la penalización, las instituciones de crédito tratan de generar excedentes de efectivo que puedan depositar en el banco central. Para hacerse de la liquidez requerida, los bancos deben contraer su crédito y/o atraer nuevos depósitos. Cualquiera de estas acciones propicia el alza de las tasas de interés y resta capacidad de gasto al público.

^{1/} Este sobregiro puede ser fácilmente inducido si el Banco de México no repone en su totalidad los vencimientos, que ocurren casi a diario, de los créditos que previamente ha otorgado a los bancos comerciales.

El establecimiento de un límite al crédito interno neto del Banco de México y la adopción del nuevo esquema de encaje, son de gran importancia en cuanto a la forma de conducción de la política monetaria. Se ha pasado de una política monetaria que actuaba en lo fundamental a través de la influencia directa del Instituto Central en la determinación de las tasas de interés, a una política orientada a la observancia de objetivos monetarios cuantitativos. Al perseguirse metas cuantitativas, las variaciones de las tasas de interés son una resultante. En las circunstancias actuales de la economía mexicana esta política implica menores riesgos que otras en las que el banco central debe “adivinar” el nivel conveniente de las tasas de interés.

En fechas posteriores a la primera quincena de marzo de 1995, el Banco de México ha adoptado medidas adicionales orientadas a fortalecer las ya descritas y asegurar un mejor control monetario. Entre éstas, es pertinente mencionar las siguientes:

- (1) Modificaciones de la mecánica de las subastas de crédito que el banco central realiza para regular la liquidez. En el pasado, el Banco de México con frecuencia fijaba las tasas al operar en corros, o influía directamente sobre ellas al señalar sus niveles máximos o mínimos aceptables en las subastas. En la actualidad, las tasas se determinan en las subastas en forma completamente libre.
- (2) Reforma al sistema de pagos. Por virtud de esta reforma, se ha limitado el acceso de los bancos comerciales al crédito del Banco de México en el transcurso de una misma jornada. Además, dicho crédito ha quedado condicionado a la constitución de garantías.

- (3) Atención calificada a la demanda de billetes y monedas. Tradicionalmente, el Banco de México satisfacía cualquier variación en la demanda por billetes y monedas por parte del público y la banca, aunque ajustando la tasa de interés a la que se atendía dicha demanda en caso de que aquélla se considerara excesiva. Al existir el riesgo de que al seguirse esta práctica se termine con una expansión de billetes y monedas excesiva, se ha cambiado la estrategia. Ahora el Banco de México determina sus operaciones de mercado abierto con base en la proyección del agregado billetes y monedas en circulación que estime congruente con la consecución del objetivo inflacionario.
- (4) Ventanilla especial en el Banco de México para la amortización de Tesobonos en moneda extranjera. Un factor que en el pasado reciente fue causa de grandes fluctuaciones en el tipo de cambio, era la demanda de moneda extranjera ejercida por los tenedores de Tesobonos, al convertir a dólares los pesos que obtenían de la amortización de esos títulos. Para abatir la volatilidad cambiaria consecuente, el Banco de México decidió abrir una ventanilla especial a través de la cual los citados títulos pueden ser amortizados en dólares a petición del inversionista.
- (5) Inicio de operaciones de los mercados de futuros del peso mexicano. La existencia de un mercado eficiente de futuros de divisas es de gran utilidad para aminorar la volatilidad del tipo de cambio. Mediante las ventas o compras que se realizan en ese mercado, los exportadores e importadores, así como, en general, los acreedores y deudores de moneda extranjera, pueden eliminar o reducir sustancialmente los

riesgos cambiarios a que están expuestos y quitarle presiones al mercado cambiario al contado.

Es por esto que el Banco de México resolvió facultar a los bancos que cumplan con ciertas condiciones, particularmente en cuanto a calificación técnica y solvencia, para realizar operaciones de futuros de moneda extranjera.

En 1995 el Banco de México también expidió las disposiciones necesarias para facilitar la operación de un mercado de futuros de pesos mexicanos en la “Chicago Mercantile Exchange”. Como es sabido, las transacciones referidas comenzaron a realizarse en el mes de abril.

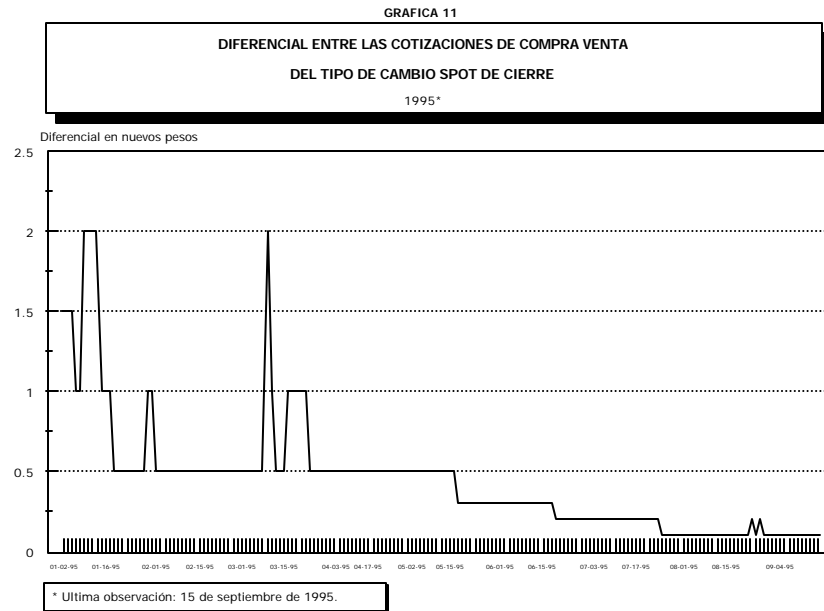
- (6) Nueva política de información del Banco de México. Para que los agentes económicos puedan dar mejor seguimiento a las acciones del Instituto Central, es conveniente darlas a conocer con la mayor oportunidad posible. En consecuencia, se está haciendo lo siguiente: (a) publicar diariamente el saldo de las cuentas corrientes de la banca en el Banco de México a la apertura de la jornada, el de billetes y monedas en circulación y el programa de las operaciones de mercado abierto que conducirá el Instituto Central durante el día; (b) reportar semanal y mensualmente a partir de información preliminar, pero con no más de tres días hábiles de retraso, las cifras de los principales rubros del estado de cuentas del Banco, entre las que se encuentran la base monetaria, el crédito interno neto y las reservas internacionales; y (c) poner a disposición del público en general la amplia base de datos de este Instituto Central a través del sistema INTERNET. Esta política ha permitido reducir sustancialmente el rezago entre las fechas en que se

conocen ciertas cifras y aquéllas en las que normalmente se divulgan a través de medios impresos. Todas estas medidas han puesto al Banco de México en la vanguardia de los bancos centrales en cuanto a la información que se hace del dominio público y la oportunidad con la cual se divulga.

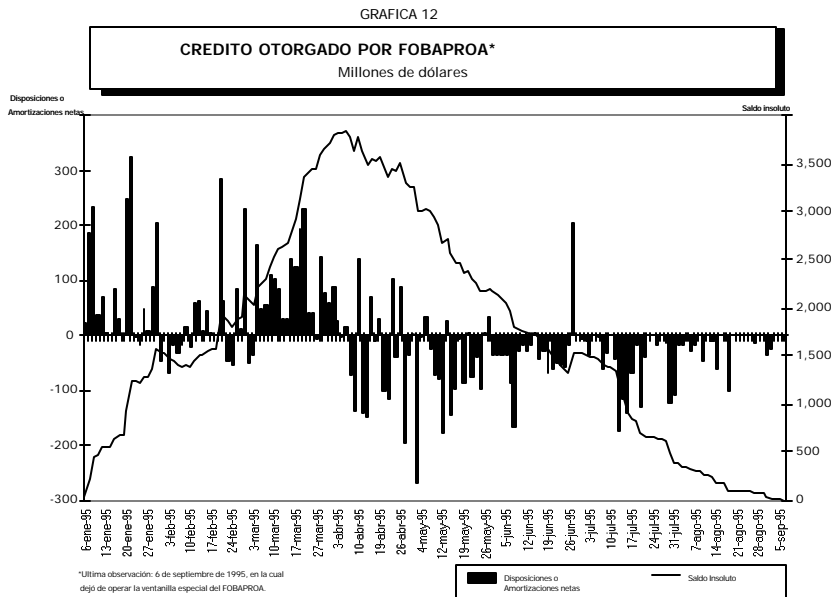
A continuación se hace una evaluación de la política monetaria adoptada durante el período enero-agosto de 1995 a la luz de los objetivos planteados y del cumplimiento del límite del crédito primario.

Evaluación con respecto a los objetivos.

- (a) Trayectoria del tipo de cambio. En la gráfica 9 se puede constatar la considerable apreciación que el tipo de cambio experimentó a partir de marzo de 1995. Ahí también se muestra que desde finales de mayo el tipo de cambio interbancario se ha mantenido relativamente estable. Asimismo, pueden mencionarse dos factores adicionales que reflejan la mayor estabilidad del tipo de cambio. Primero: el diferencial entre las cotizaciones de compra y venta del dólar en el mercado interbancario se ha reducido a un centavo, de 20 centavos a que llegó en algunos días (ver gráfica 11). Segundo: los márgenes iniciales en los contratos a futuro del peso mexicano en Chicago se han reducido rápidamente, de 15,000 a 8,750 dólares por contrato de 500,000 nuevos pesos. Como es sabido, dichos márgenes dependen de manera directa de la volatilidad observada en el tipo de cambio. Lo anterior indica que el objetivo inmediato de la política monetaria se ha conseguido.

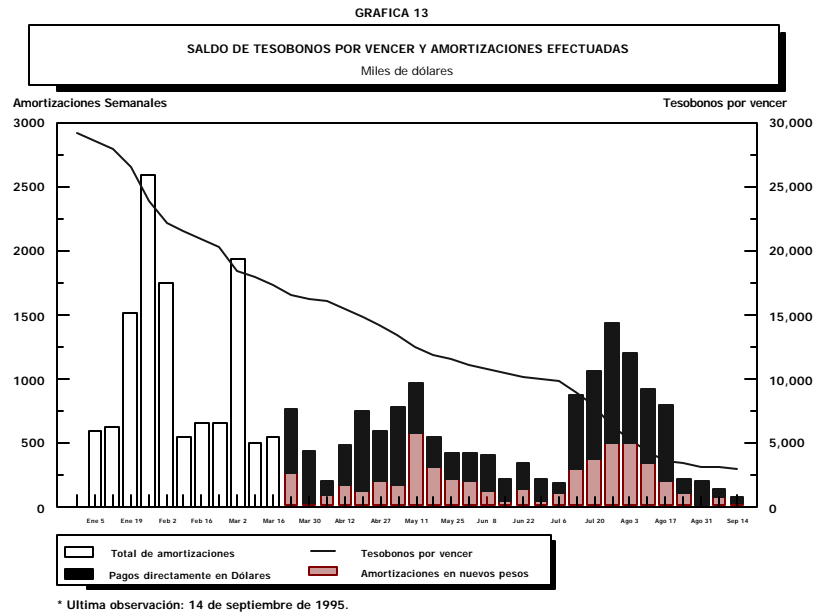


La banca mexicana ha recobrado su capacidad para renovar la mayoría de sus pasivos externos y ha podido contratar nuevos financiamientos. Ello ha hecho posible que las instituciones que utilizaron recursos de Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA) para hacer frente a vencimientos de deuda en moneda extranjera hayan podido liquidar totalmente su adeudo con ese fideicomiso.



Por otro lado, un monto considerable de los vencimientos de Tesobonos se ha amortizado en pesos. Ello sugiere que quizá parte de esos recursos se pudo haber reinvertido en el país (ver gráfica 13).

También parecen haberse reducido las dificultades que otros sectores, incluso el privado no bancario, enfrentaron para renovar o sustituir pasivos externos. Como ya se ha dicho, recientemente varias entidades del sector público han colocado exitosamente deuda en los mercados del exterior.

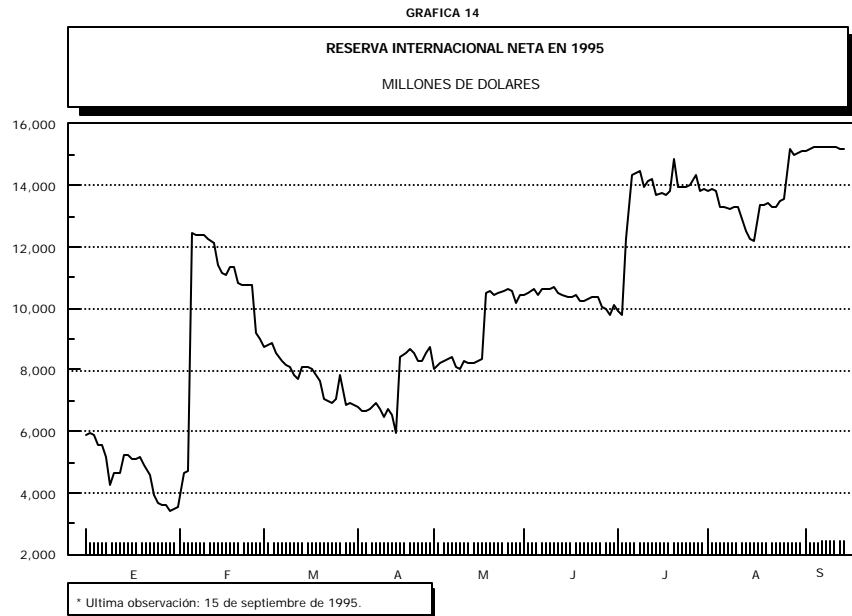


- (b) La reconstitución de las reservas internacionales. A partir de abril, el Banco de México ha logrado acumular más de 8,200 m.d. en reservas internacionales. Esto es atribuible a que se han reducido sustancialmente las amortizaciones netas de deuda externa y a que se han podido atraer recursos externos, en adición a los provenientes de las autoridades e instituciones multilaterales del exterior (ver gráfica 14). El paulatino regreso de México a los mercados de capitales internacionales se explica en parte porque a lo largo de los últimos meses se ha podido demostrar a los inversionistas que la política monetaria adoptada ha sido conducente a la estabilidad cambiaria y de precios.

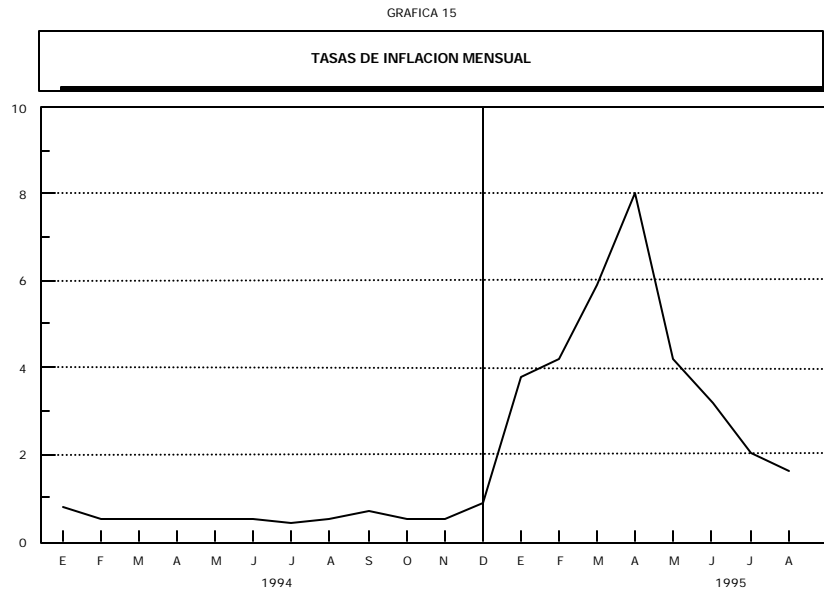
Un factor importante para lograr que el público empiece a asociar la política monetaria adoptada con estabilidad del tipo de cambio, ha sido la ausencia de intervenciones del Banco de México en el mercado de divisas

a partir de mediados de marzo.^{1/} Este es un factor que despierta confianza entre los inversionistas , no sólo porque se dejan de usar divisas para sostener el tipo de cambio, sino también porque se hace ver que su estabilización no depende de un monto finito de reservas internacionales que se puede agotar rápidamente, sino de la regulación de la liquidez. A mayor abundamiento, al no estar presente habitualmente el banco central en el mercado cambiario se facilita la anticipación del público respecto de los niveles futuros del tipo de cambio porque se elimina la incertidumbre que de otro modo existiría respecto del cuándo y el cómo operará el instituto emisor. Esto último no sólo ha coadyuvado a la estabilización del tipo de cambio, sino también a la reducción de las tasas de interés.

^{1/} Cabe recordar que el Banco de México realiza operaciones de compraventa de divisas con el Gobierno Federal y con PEMEX, efectuándolas a los tipos vigentes en el mercado.

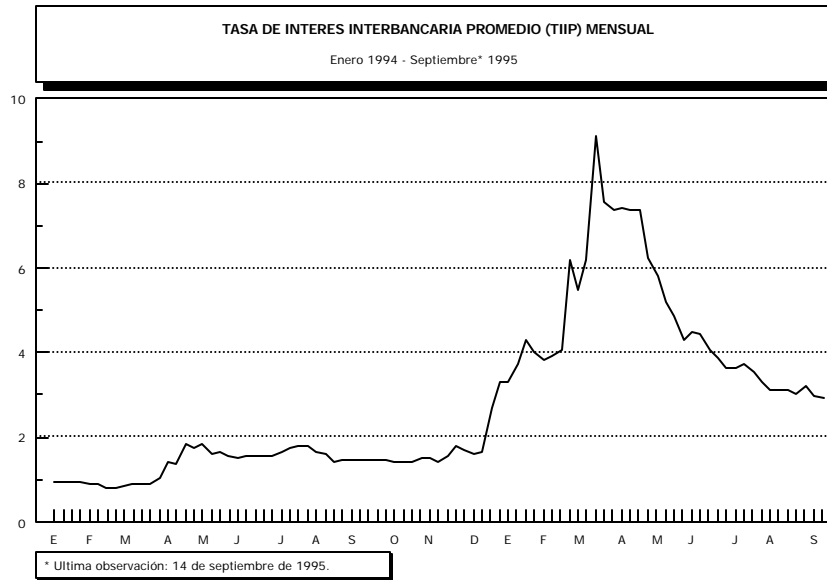


- (c) Abatimiento de las presiones inflacionarias. La gráfica 15 muestra claramente la tendencia declinante de la inflación mensual a partir de abril. La rápida desaceleración de la inflación es reflejo de: (i) la estabilidad cambiaria conseguida a partir de abril; (ii) el bajo ritmo de actividad económica; y (iii) la moderación de las revisiones salariales. En el futuro, la conservación del control monetario será factor esencial para preservar lo que ya se ha logrado en materia de abatimiento de la inflación y de las tasas de interés.

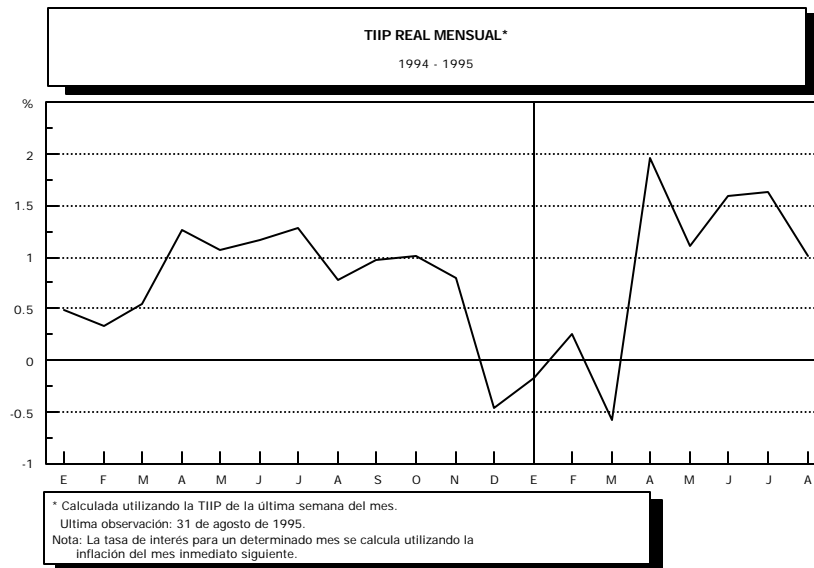


- (d) Declinación de las tasas de interés como resultado de la formación de expectativas de inflación a la baja. La tendencia a partir de abril de una inflación a la baja ha determinado que las expectativas inflacionarias se abatan. Este fenómeno se ha reflejado en caídas muy importantes de las tasas de interés nominales (ver gráfica 16) y posteriormente de las reales (ver gráfica 17).

GRAFICA 16



GRAFICA 17

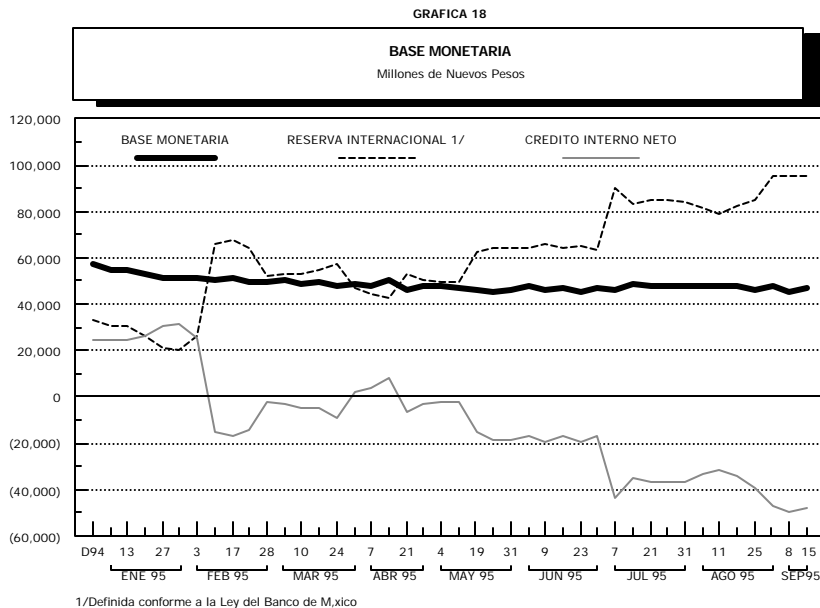


De lo anterior se puede concluir que los objetivos planteados para la política monetaria en el contexto del PARAUSEE se han alcanzado. Asimismo, que las condiciones establecidas son propicias para que en los próximos meses continúe avanzando el proceso de estabilización.

Evaluación con respecto al compromiso de crecimiento del crédito interno neto.

El crédito interno neto del Banco de México se ha reducido sustancialmente desde inicios del año y en particular a partir de mayo (ver gráfica 18). De hecho, en el período enero-agosto el crédito interno neto del Banco de México se redujo en 71,519 millones de nuevos pesos, al pasar su saldo de 24,196 m.n.p. al 31 de diciembre de 1994, a (-)47,323 m.n.p. al 31 de agosto del año en curso. Cabe recordar que cuando se fijó el límite al crecimiento del crédito interno neto de 10,000 m.n.p., no se contaba aún con apoyos externos, y recién se había establecido un régimen cambiario de flotación. En consecuencia, en ese entonces no se preveía una acumulación importante de reservas internacionales para 1995.

La posterior disponibilidad de cuantiosos apoyos externos y la resultante acumulación de reservas que ello hizo posible, tiene su contrapartida en una disminución del crédito interno neto de más de 62,000 m.n.p. Ello, aunado a la disminución de la demanda por base monetaria por razones estacionales, entre otras que a continuación se exponen, explican el comportamiento del crédito interno neto del Banco de México en el transcurso del presente año.



Al respecto, cabe recordar la definición de crédito interno neto.^{1/} Para los efectos del límite establecido por el propio Banco, aquél se define como la diferencia entre la base monetaria y la reserva internacional. A su vez, la base monetaria se define como la suma de billetes y monedas en circulación más el saldo neto de las cuentas corrientes que el instituto central lleva a las instituciones de crédito. La reserva del Banco de México se define en términos de los artículos 19 y 20 de la Ley que rige a la Institución. Esas disposiciones establecen, entre otras cosas, que para el cálculo de dicho concepto no se resten los pasivos en moneda extranjera provenientes de financiamientos obtenidos con propósitos de regulación cambiaria.

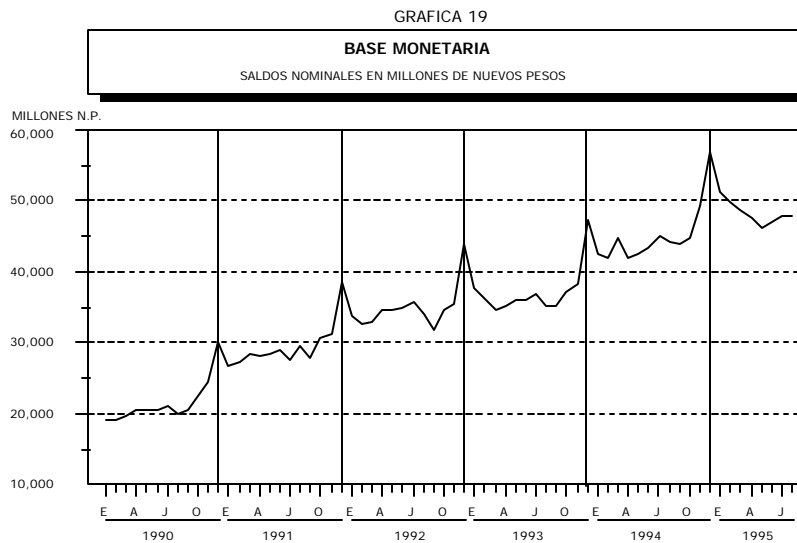
^{1/} Según se define en la Exposición sobre la Política Monetaria correspondiente al ejercicio comprendido del 1º de enero al 31 de diciembre de 1995.

Por tanto, para poder explicar el comportamiento del crédito interno neto es indispensable analizar la evolución de la base monetaria y de las reservas internacionales.

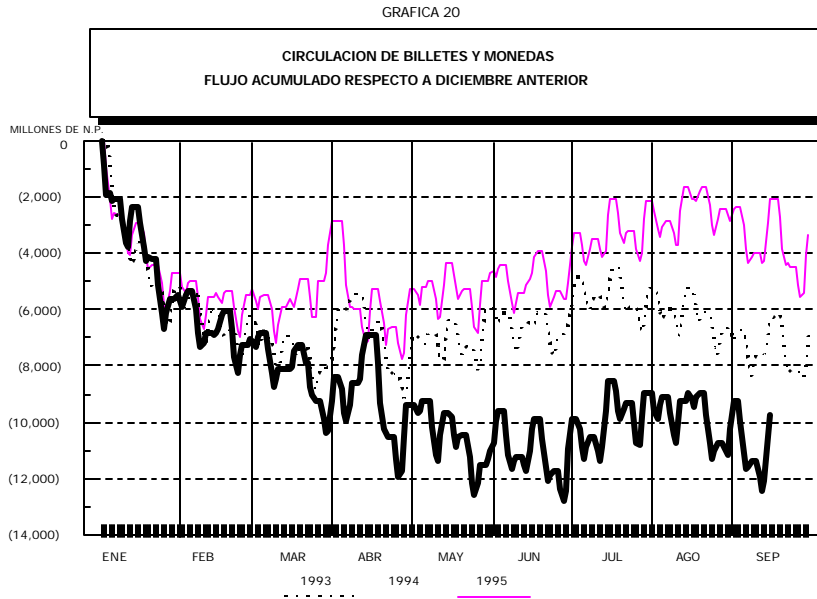
(a) Comportamiento de la base monetaria. En el período enero-agosto, la base monetaria se redujo en 9,129 m.n.p.. La base está compuesta fundamentalmente de billetes y monedas en circulación. En el mismo lapso el saldo de éstos ha declinado 9,224 m.n.p.. En consecuencia, el comportamiento del agregado de billetes y monedas en circulación explica casi la totalidad de las variaciones de la base. Ahora bien, la caída durante el año de billetes y monedas en circulación responde a lo siguiente:

(i) La demanda por billetes y monedas muestra una estacionalidad muy marcada a lo largo de las diferentes etapas del año. El saldo nominal de los billetes y monedas en circulación normalmente se contrae durante los primeros meses (ver gráfica 19). Esto se deriva de que en el último trimestre de cada año tiene lugar una gran expansión de esos medios de pago, principalmente por los siguientes factores: pago de aguinaldos y bonos de fin de año y la concentración en esa época de una proporción muy elevada de los gastos de las familias y de las empresas. Sin embargo, la elevada demanda de billetes y monedas por propósitos transaccionales que ocurre hacia

finales de todos los años se revierte, cuando menos parcialmente, a partir del mes de enero del ejercicio siguiente. Para deshacerse del exceso de billetes y monedas, los agentes económicos los depositan en los bancos y éstos, a su vez, los depositan en el banco central.



Ahora bien, si por factores estacionales disminuye la demanda por base, el Banco de México debe contraer su crédito interno neto. De otra manera esa contracción de la demanda daría lugar a un exceso de oferta de dinero que provocaría mayor inflación. Es pertinente subrayar que la referida contracción del crédito primario no está dirigida a crear una astringencia monetaria. Mediante esa acción, sólo se procura el equilibrio del mercado de dinero.



ii) La caída del saldo de los billetes y monedas en circulación en el período enero-agosto de 1995 ha sido mayor y más prolongada que las observadas en los años anteriores durante iguales lapsos (ver gráfica 20). Esto indica que en 1995 han influido otros elementos para dar lugar a una menor demanda por billetes y monedas. Dos factores que saltan inmediatamente a la vista son una débil actividad económica y el gran aumento de las tasas de interés causado por la inflación. Sin embargo, la disminución de la demanda de billetes y monedas en 1995 ha sido mayor a la que se puede explicar sólo por la evolución de las dos variables anteriores.

(iii) Un tercer factor explicativo de la sustancial reducción mostrada por la demanda de billetes y monedas en el período enero-agosto, es la caída de los salarios reales. En junio de 1995 éstos cayeron

en el sector manufacturero^{1/} 18 por ciento con respecto al nivel del mismo mes del año anterior. Dado que los asalariados demandan proporcionalmente mayor cantidad de billetes y monedas que otros agentes económicos, la excepcional reducción de los salarios reales se ha convertido en un factor de gran relevancia en la explicación del comportamiento de la base monetaria durante 1995.

Atendiendo a los lineamientos de acción explicados en este texto, el Banco de México respondió a la menor demanda por base monetaria reduciendo su crédito interno neto. Este comportamiento, dadas las circunstancias corrientes, no puede juzgarse como una política monetaria contraccionista.

(b) En la gráfica 18 preinserta, puede observarse que el crédito interno neto ha caído en bastante mayor proporción que la propia base. Según se explicó líneas atrás, esa diferencia se explica por el comportamiento del otro determinante del crédito interno neto: las variaciones de la reserva internacional del Banco de México. Esta pasó de 6,148 m.d. al cierre de 1994 a 15,073 m.d. a finales de agosto de 1995, con una acumulación de 8,925 m.d.. Este último monto significa una reducción de 62,390 m.n.p. de crédito interno neto. La acumulación de la reserva internacional es fundamentalmente consecuencia directa de los financiamientos que el Banco de México ha recibido del Fondo Monetario Internacional y de las autoridades financieras de Estados Unidos y Canadá, a los que deben adicionarse los recursos obtenidos por la SHCP vía financiamientos

^{1/} El índice de salarios medios en términos reales en la industria manufacturera se calcula dividiendo el índice de salarios en dicha industria deflactado por el índice nacional de precios al consumidor, entre un índice del total de obreros. La información primaria proviene de la Encuesta Industrial Mensual del INEGI.

externos, vendidos a este Instituto Central (ver cuadro 15). Una parte de las divisas recibidas por estos conceptos fueron utilizadas para amortizar Tesobonos y para cubrir el servicio normal de los adeudos públicos con el exterior. El resto se acumuló como reservas en el Banco de México.

Resulta importante resaltar que las reducciones del crédito interno neto provenientes de la acumulación de reservas internacionales, no implican que el Banco de México haya retirado recursos financieros de la economía.

CUADRO 15
FINANCIAMIENTOS DEL EXTERIOR CON PROPOSITOS DE REGULACION
CAMBIARIA
(Millones de dólares)

MES	FINANCIAMIENTOS DEL EXTERIOR RECIBIDOS POR EL BANCO DE MEXICO	FINANCIAMIENTOS DEL EXTERIOR RECIBIDOS POR SHCP Y VENDIDOS AL BANCO DE MEXICO	TOTAL	AMORTIZACIONES	TOTAL NETO
ENERO	2,116	--	2,116	0	2,116
FEBRERO	9,962	--	9,962	1,000	8,962
MARZO	--	3,000	3,000	1,118	1,882
ABRIL	--	3,000	3,000	0	3,000
MAYO	--	2,000	2,000	0	2,000
JUNIO	--	--	0	0	0
JULIO	2,024	2,500	4,524	0	4,524
AGOSTO	1,644	--	1,644	0	1,644
TOTAL	15,746	10,500	26,246	2,118	24,128

Como ya se ha dicho, entre las metas del PARAUSEE están las de reconstituir las reservas internacionales del Banco de México, estabilizar el tipo de cambio e inducir la apreciación de la moneda nacional. En dicho programa se previó que el logro de esos objetivos propiciaría la normalización de los flujos de capitales hacia el país y permitiría el abatimiento de las presiones inflacionarias y de las tasas de interés, condiciones necesarias para reiniciar el crecimiento económico sostenido. Por virtud de las medidas de política adoptadas, dichas condiciones se han venido consolidando en forma gradual. Desde este punto de vista, la política monetaria ha cumplido con sus objetivos.

Para lo que resta de 1995, es previsible un aumento sustancial en el crédito interno neto del Banco de México, aunque en todo caso se respetará el límite máximo establecido para el año de 10,000 millones de nuevos pesos. El citado incremento tendrá su origen en la mayor demanda estacional por billetes y monedas que, como ya fue explicado, tradicionalmente se observa en el último trimestre de cada año. Este fenómeno se ilustra en la gráfica 19. La expansión del crédito interno neto se limitará a satisfacer la mayor

demanda por base. De ninguna manera deberá dicha expansión esperada interpretarse como un relajamiento de la política monetaria.

* * *

Como es del dominio público, la devaluación del peso mexicano ocurrida en diciembre pasado ha tenido importantes repercusiones sobre el sistema bancario mexicano, que con anterioridad a ese hecho ya venía mostrando algunos signos de debilitamiento. La crisis financiera que se suscitó ha precisado que las autoridades del país actúen con rapidez y eficacia.

La resolución de crisis bancarias y financieras no es tarea sencilla. La experiencia de algunos países que han enfrentado este tipo de problemas sugiere que, el establecer fórmulas para la superación de estos últimos, se corre el riesgo de relajar las motivaciones para observar buenas prácticas bancarias. Más aún, algunas de esas fórmulas no sólo crean incentivos negativos en cuanto al comportamiento de los administradores y accionistas de las instituciones, sino que también propician el desinterés de los depositantes por la calidad crediticia y financiera de las instituciones receptoras de sus recursos. Para evitar estos y otros problemas conexos, en el manejo de la problemática de las instituciones financieras se han seguido los siguientes principios básicos:

- Proteger ante todo los legítimos intereses de los acreedores y de los deudores de la banca.

- Resistir a las presiones encaminadas a rescatar a los accionistas de las instituciones financieras.

- Evitar la expansión del crédito interno neto del banco central por concepto de los apoyos al sistema financiero.
- Minimizar los costos fiscales que, en su caso, impliquen las fórmulas que se adopten para superar la problemática de las instituciones financieras y tratar de que se distribuyan a lo largo de los años.
- Interferir lo menos posible en el funcionamiento normal de los mercados.
- Diseñar programas simples y transparentes, para favorecer la confianza en las medidas adoptadas.

La solución de una crisis financiera no es un fin en sí mismo. El objetivo último de las autoridades debe ser siempre propiciar el buen funcionamiento del sector real de la economía. Pero la meta inmediata no puede ser otra que salvaguardar y fortalecer al sistema financiero, cuya parte medular la constituye la banca. Al respecto, cabe recordar que, sin una eficiente intermediación del crédito, el desarrollo de una economía moderna es virtualmente imposible.

El impacto directo de la devaluación de diciembre de 1994 sobre los bancos comerciales fue limitado. Previamente, el Banco de México había impuesto un techo al monto de las obligaciones denominadas en moneda extranjera que los bancos podrían contratar. Esta medida, adoptada a principios de 1992, se fundó, por una parte, en la consideración de que el banco central no tiene la capacidad, en el caso de ser necesario, para desempeñar

ilimitadamente la función de prestamista de última instancia en lo tocante a obligaciones bancarias denominadas en moneda extranjera. Por otra parte, se estimó que al limitar la contratación de deuda externa por los bancos comerciales, se moderaba la expansión de la demanda interna y el déficit de la cuenta corriente. En virtud de esta medida, la corrida sufrida por los bancos a principios de 1995 no fue tan grande como pudo haber sido en su ausencia. El efecto negativo de la devaluación también resultó mitigado por otra norma vigente desde hace mucho tiempo, según la cual los bancos deben observar cierto tope a su posición descubierta en divisas.

No obstante, los efectos indirectos de la devaluación sobre la banca han sido muy perniciosos: las tasas de interés se elevaron violentamente, la actividad económica se contrajo, aumentó la carga del servicio de la deuda denominada tanto en moneda extranjera como nacional y, en general, descendieron los coeficientes de capital de los bancos.

Para enfrentar estos problemas, se integró y se está aplicando un amplio paquete de medidas. Los componentes de dicho paquete son los siguientes:

Fortalecimiento del Marco Regulatorio con Fines Prudenciales.

En virtud de que las cambiantes condiciones de la economía prevalecientes en los primeros meses de 1995 implicaban un marcado deterioro en la liquidez y solvencia de las instituciones, se determinó establecer medidas prudenciales que permitiesen a los bancos enfrentar eventuales pérdidas. Hacia finales del mes de febrero de 1995, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores dispuso el establecimiento de un sistema más estricto de

constitución de reservas para créditos en problema actual o potencial. El nuevo sistema exigió que las instituciones constituyeran reservas preventivas equivalentes al 60 por ciento de la cartera vencida o 4 por ciento de la cartera total, lo que resultara mayor. Esta medida hizo que se manifestaran las necesidades de recapitalización de la banca.

Financiamiento para Liquidez en Moneda Extranjera.

El propósito de este programa fue el de detener, y eventualmente revertir, la corrida que se suscitó durante los primeros meses del año contra las obligaciones externas de los bancos comerciales. El auxilio proporcionado a éstos consistió en el otorgamiento de créditos en dólares con recursos del Banco de México, los cuales se canalizaron a través del FOBAPROA. Las elevadas tasas de interés cargadas en estos créditos alentaron a los bancos comerciales a procurar su rápida liquidación, buscando para ello otras fuentes menos onerosas de recursos. Para estimular el pronto pago de esos créditos, se dispuso también que, al cubrirse parte de las amortizaciones correspondientes, se redujese la tasa de interés aplicable al importe remanente.

En su momento, el programa explicado benefició a diecisiete bancos comerciales. Al tiempo de su máxima utilización, ocurrido a principios de abril, el saldo de esos financiamientos alcanzó los 3,800 millones de dólares. A la fecha, el saldo insoluto es cero.

Es pertinente apuntar que este programa en ningún momento tuvo impacto sobre la base monetaria, pues para el Banco de México sólo representó una sustitución de activos.

Programa de Capitalización Temporal (PROCAPTE)

La devaluación del peso incrementó drásticamente el valor en moneda nacional de los créditos bancarios denominados en moneda extranjera. En consecuencia, en algunas instituciones el coeficiente capital/activos descendió por debajo del mínimo establecido en la normativa. Además, como ya se señaló, las disposiciones sobre constitución de reservas preventivas implicaron la necesidad de recapitalizar algunas instituciones de crédito. En estas condiciones, el FOBAPROA adquirió instrumentos representativos de deuda subordinada emitidos por los bancos comerciales con coeficientes de capital inferiores al ocho por ciento. Esos títulos son convertibles de manera forzosa a capital después de cinco años, pero están sujetos a conversión anticipada si la capitalización del banco concerniente se vuelve a deteriorar más allá de ciertas proporciones. Dichos instrumentos de deuda fueron adquiridos por FOBAPROA con recursos obtenidos del banco central. Sin embargo, a fin de evitar que esto diera lugar a una expansión del crédito interno neto del Banco de México, se determinó que los bancos comerciales depositaran los recursos así obtenidos en el propio banco central. El esquema de que se trata implica que los bancos disponen de un plazo relativamente largo para captar capital y pagar su deuda. Pero también implica que los accionistas de los bancos pueden perder su inversión, o ver diluida su participación accionaria, en caso de que el FOBAPROA llegue a ser accionista del banco en cuestión. En esa eventualidad, el FOBAPROA será tal sólo temporalmente, puesto que a la brevedad procederá a encontrar nuevos e idóneos accionistas.

Cinco bancos comerciales han obtenido apoyo a través del PROCAPTE. Los créditos otorgados al amparo de este programa alcanzaron un máximo de 7,000 m.n.p. en el mes de junio. Al cierre de agosto, este monto se había reducido a 3,633 m.n.p., en virtud de que uno de los bancos que se acogieron al programa salió de él mediante el pago de la deuda subordinada a su cargo.

Cabe señalar que ante la mera perspectiva de tener que participar en el PROCAPTE, algunos bancos tomaron medidas para aumentar de inmediato su capitalización.

Unidades de Inversión (UDIS)

La inflación es causa de un problema muy grave pero hasta la fecha poco comprendido. Este problema es la amortización acelerada y no pactada de los créditos considerando su valor en términos reales.

Quizá, la manera más fácil de explicar este fenómeno sea imaginar lo que sucedería, durante un período inflacionario, con un crédito a perpetuidad. Resulta evidente que el valor del principal permanecería constante en términos nominales. Sin embargo, éste no sería el caso en términos reales. En un contexto inflacionario, el valor real del principal disminuye de manera continua. Pero esto no es usualmente gratuito para el deudor, pues, salvo que priven tasas reales fuertemente negativas, tiene que efectuar la amortización real del crédito mediante los pagos de intereses. Al respecto, es preciso recordar que, en tiempos de alta inflación, una parte importante de los abultados pagos de intereses nominales es la requerida para resarcir al

acreedor por la pérdida que sufre el valor real del principal del crédito que ha otorgado.

Para resolver este serio problema, se creó una unidad de cuenta a la que se ha dado el nombre de Unidad de Inversión o UDI, con valor real constante utilizable para denominar los créditos. El valor diario de la UDI refleja el comportamiento del Índice Nacional de Precios al Consumidor, aunque con un inevitable pero moderado retraso. Por consiguiente, el valor de los créditos denominados en UDIS permanece prácticamente constante en términos reales, tanto respecto del principal como de los intereses. En otras palabras, los créditos denominados en UDIS quedan a salvo de la amortización acelerada provocada por la inflación.

Además, las UDIS son una valiosa herramienta para la promoción del ahorro, especialmente el de plazos medio y largo. Esta cualidad se desprende del hecho de que el valor real de los recursos invertidos en depósitos bancarios, bonos, u otros instrumentos financieros denominados en esas unidades, también está protegido contra la erosión causada por la inflación.

Las autoridades han tenido que intervenir a fin de facilitar la reestructuración de numerosos créditos que lo ameritan y la conversión de éstos a UDIS. En el mecanismo de reestructuración crediticia participan el Gobierno Federal y los bancos comerciales. Según las normas de dicho esquema, los bancos comerciales conservan el riesgo de crédito, mientras que el Gobierno toma el riesgo de tasas de interés derivado de la conversión de los créditos a UDIS.

Conforme a este esquema, los bancos transfieren dichos créditos a fideicomisos que ellos mismos manejan. Los fideicomisos reestructuran los créditos y los denominan en UDIS. Para ello, reciben préstamos del Gobierno Federal, también denominados en UDIS.

A cambio de la cartera crediticia cedida a los fideicomisos, los bancos comerciales toman bonos emitidos por el Gobierno. De esta manera, las obligaciones denominadas en moneda nacional de los bancos comerciales mantienen como contrapartida activos denominados en la misma moneda.

Por su parte, el Gobierno termina con obligaciones denominadas en moneda nacional (los bonos tomados por los bancos) y con activos denominados en UDIS (los préstamos a los fideicomisos). En consecuencia, el Gobierno es la entidad que absorbe el riesgo de que las tasas de interés de sus préstamos en UDIS resulten inferiores a las tasas reales que habrá de pagar por los referidos bonos.

Los créditos reestructurados en UDIS tienen vencimientos a medio y largo plazos. Por ello, el costo fiscal potencial de este esquema se extiende a lo largo de un prolongado período. Al igual que el resto de los programas aquí explicados, el de las UDIS no afecta en lo absoluto el crédito del Banco de México y, en consecuencia, tampoco a la base monetaria.

Cabe reconocer que no han sido pocas las dificultades encontradas para poner en marcha el programa de UDIS. Escasa es la comprensión de numerosos funcionarios bancarios y de la mayoría de los deudores, por cuanto a los resultados de la denominación de los créditos en esas unidades.

Ello ha hecho necesario seguir trabajando en fórmulas que simplifiquen su aplicación.

Acuerdo de Apoyo Inmediato a los Deudores de la Banca (ADE)

Este programa constituye un esfuerzo de una sola vez y sin precedente del Gobierno Federal y de los bancos de desarrollo y múltiples, para aliviar la difícil situación por la que atraviesan muchas personas físicas y empresas deudoras. El Acuerdo complementa y fortalece el programa arriba descrito para facilitar la reestructuración y la denominación en UDIS de los adeudos. Mediante el ADE se pretende ayudar principalmente a los deudores medianos y pequeños. Los costos del mismo serán compartidos por el Gobierno Federal y la banca, procurándose que el costo fiscal implícito sea el menor posible y que su impacto se distribuya a lo largo del tiempo. Asimismo, es de señalar que la instrumentación de este Acuerdo no causa expansión monetaria.

En el diseño del Acuerdo se evitó favorecer a los deudores incumplidos sobre los que se encuentran al corriente en sus pagos. Por tanto, el ADE beneficiará a todos los deudores de la banca que con anterioridad al 22 de agosto tenían adeudos en moneda nacional o en UDIS por concepto de tarjeta de crédito, adquisición de bienes de consumo duradero y personales, créditos empresariales, hipotecarios y agropecuarios.

Las características generales del Acuerdo se presentan en el cuadro 16. Como puede apreciarse, los beneficios del Acuerdo son extensivos tanto a los deudores al corriente de sus pagos, como a los morosos. Sin embargo, para que estos últimos tengan derecho a los beneficios del programa, deben, en

primer término, suscribir una carta de intención en la que manifiestan su disposición para negociar con su banco acreedor una reestructuración y, en segundo término, haber llevado a cabo ésta.

Los deudores que firmen con su banco un convenio de reestructuración, gozarán de los siguientes beneficios adicionales (no incluidos en el cuadro 16): (i) condonación de intereses moratorios; (ii) no les serán exigidas garantías adicionales cuando sus créditos no sean superiores a los 400 mil nuevos pesos, y (iii) en el caso de créditos para vivienda y agropecuarios la banca absorberá parte de los gastos notariales y de registro y ofrecerá financiamiento por la parte restante.

CUADRO 16

SUBSIDIOS DE TASA DEL ADE

TIPO DE CREDITO	SITUACION DE LA DEUDA	MONTO AL QUE SE APLICA LA TASA	TASA DE INTERES ANUAL	DESDE	HASTA
TARJETA DE CREDITO	Cartera al corriente	Primeros N\$5,000	38.5% + IVA	Septiembre de 1995	Septiembre de 1996
	Cartera en incumplimiento o litigiosa	Primeros N\$5,000	38.5% + IVA	Convenio de Reestructuración	Septiembre de 1996
CREDITO AL CONSUMO Y PERSONALES	Acreditados al corriente	Primeros N\$30,000	34% + IVA	Septiembre de 1995	Septiembre de 1996
	Acreditados no al corriente	Primeros N\$30,000	34% + IVA	Firma de la Carta de Intención sujeto a que se suscriba el Convenio de Reestructuración	Septiembre de 1996
CREDITOS A EMPRESAS	Acreditados al corriente en pesos o en UDIS	Primeros N\$200,000	25%	Septiembre de 1995	Septiembre de 1996*
	Acreditados no al corriente	Primeros N\$200,000	25%	Firma de la Carta de Intención sujeto a que se suscriba el Convenio de Reestructuración	Septiembre de 1996*
CREDITO A LA VIVIENDA	Acreditados en pesos o en UDIS	Primeros N\$200,000	6.5% real el primer año 8.75% real años siguientes	Firma del Convenio de Reestructuración en UDIS	12 meses después de la reestructuración

* Tratándose de créditos al sector agropecuario, el beneficio de reducción de tasa de interés se extenderá hasta febrero de 1997, en lugar de septiembre de 1996.

A todo lo anterior, debe añadirse que el Acuerdo también incorpora beneficios no pecuniarios que estimulan a los deudores a suscribir un convenio

de reestructuración con su banco. Por su importancia, son de destacarse la simplificación y estandarización de los trámites de reestructura y la suspensión durante ciertos lapsos de las gestiones judiciales de cobro por parte de la banca.

Medidas de Capitalización Permanente

Las restricciones legales relativas a la propiedad del capital social de los bancos comerciales han sido flexibilizadas con el objeto de atraer a nuevos inversionistas, tanto nacionales como extranjeros. A principios de este año se liberalizaron las reglas referentes a la participación de las personas morales mexicanas en el capital de los bancos y se removieron algunos obstáculos para que bancos extranjeros establecidos en los países signatarios del Tratado de Libre Comercio de Norteamérica pudieran adquirir el control de instituciones de crédito. No obstante, el nuevo precepto excluye la posibilidad de que personas físicas o morales de nacionalidad extranjera adquieran el control de instituciones de banca múltiple cuyo capital neto exceda del seis por ciento de la suma del capital neto que alcancen en su conjunto dichas instituciones.

Por otra parte, como ya fue mencionado, a lo largo del año se han aplicado medidas adicionales tendientes a que las instituciones bancarias se fortalezcan. El Gobierno Federal, a través de FOBAPROA, ha proporcionado un incentivo a tal efecto. Este consiste en el ofrecimiento de adquirir de los bancos, contra la toma por éstos de bonos a largo plazo emitidos por aquél, créditos debidamente calificados, por un monto equivalente al doble del capital fresco que los accionistas aporten. Dentro de este programa, los bancos

mantienen a su cargo la administración de los créditos. El mecanismo no tiene impacto monetario.

A la fecha, dos bancos se han acogido a este esquema. Uno de ellos recibió una inyección de capital fresco por parte de un banco extranjero y de accionistas nacionales. El otro aumentó el capital mediante aportaciones de sus accionistas y de otros inversionistas del país. En breve se concluirán los trámites para que tres bancos más participen en el citado esquema.

Apoyos de FOBAPROA Y FAMEVAL a Bancos y Grupos Financieros Intervenidos.

En el transcurso de 1995, se presentó la necesidad de intervenir gerencialmente a dos bancos. Adicionalmente, una de éstas instituciones recibió apoyo financiero de FOBAPROA. Por otra parte, se decretó la intervención gerencial de una casa de bolsa. Dicha institución y otras dos casas de bolsa requirieron en el presente año ser respaldadas financieramente por el Fondo de Apoyo del Mercado de Valores (FAMEVAL). Además, los bancos y casas de bolsa intervenidos el año pasado han recibido durante el año en curso financiamiento adicional por parte de los correspondientes fondos. Debido a que los requerimientos de las instituciones de crédito y de las casas de bolsa intervenidos han sido elevados, tanto el FOBAPROA como el FAMEVAL han contratado créditos con el Banco de México. En el periodo enero-agosto del año en curso, el instituto central otorgó a FOBAPROA financiamiento en moneda nacional por 26,314 m.n.p.,^{1/} mientras que el canalizado a FAMEVAL asciende a 1,484 m.n.p.. A fin de evitar que estas transacciones afectaran al

^{1/} Este financiamiento es en adición al derivado del PROCAPTE.

crédito primario neto, el Banco de México efectuó en su momento operaciones de mercado abierto para esterilizar el impacto monetario de aquéllas.

Es pertinente aclarar que los créditos de FOBAPROA y FAMEVAL a los intermediarios intervenidos, han sido para eliminar distorsiones en el mercado de dinero causadas por la participación de éstos en el mismo, aunque también han sido extendidos para cubrir quebrantos de dichos intermediarios. La necesidad de lo primero se deriva de que los intermediarios intervenidos recurrían asiduamente al mercado de dinero interbancario para obtener financiamiento por montos considerables. Sin embargo, dada la deteriorada calidad crediticia de esos intermediarios intervenidos (o por intervenirse), sus contrapartes les cargaban altas tasas de interés, lo cual sesgaba el nivel general de éstas en el mercado. Para resolver este problema, los fondos de apoyo otorgaron financiamiento a los intermediarios intervenidos para que éstos, a su vez, no tuvieran que acudir al mercado de crédito interbancario. El Banco de México ha compensado el efecto monetario de esa operación dejando de renovar créditos concedidos a la banca producto de sus intervenciones en el mercado de dinero.

* * *

En el cuadro 17 se presenta una estimación preliminar de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, de los costos fiscales de los programas analizados. Los costos se devengarán a lo largo de 30 años, por lo que se reportan en valor presente. De lo anterior se deriva que su impacto sobre las finanzas públicas en el año en curso y en cada uno de los próximos años será mucho menor que la cifra total reportada.

CUADRO 17

**IMPACTO FISCAL DE LOS PROGRAMAS DE APOYO
A LA BANCA Y SUS DEUDORES**

	Miles de millones de nuevos pesos de 1995
ADE	7.0
Programas de Reestructuración en UDIS	17.0
FOBAPROA	12.6
Esquemas de Capitalización	2.4
Costo Fiscal Total a Valor Presente	39.0

Fuente: SHCP

III. CONSIDERACIONES FINALES

La interrupción repentina del flujo de capitales del exterior hacia México impuso al país un ajuste inevitable. En estas circunstancias, la tarea de las autoridades es la de procurar que el ajuste se lleve a cabo de manera ordenada y rápida, para que la economía pueda recuperarse en el plazo más corto posible. Para alcanzar este objetivo, se requiere el pronto abatimiento del impulso inflacionario de la devaluación, la cual, a su vez, es resultante de la menor oferta de divisas causada por la caída del financiamiento externo.

De no haber dado las autoridades pronta respuesta a la crisis que enfrenta el país, el comportamiento de los flujos de capital externo se hubiese tornado aún más adverso. En consecuencia, la moneda nacional se hubiese depreciado todavía más, las tasas de interés serían más elevadas y el lamentable deterioro del salario real estaría resultando más severo que el ocurrido. Sin duda, el daño sobre el sistema financiero nacional habría sido de mayores proporciones y la contracción de la actividad económica más aguda y prolongada.

Es importante reiterar que no ha sido el programa económico el que ha provocado el inevitable ajuste en el consumo, inversión y en la cuenta corriente, sino la drástica disminución del financiamiento externo hacia México.

Las medidas adoptadas por las autoridades mexicanas en conjunción con el apoyo internacional han permitido lograr avances en el reordenamiento macroeconómico: la volatilidad del tipo de cambio ha disminuido notablemente; la tasa de inflación ha venido declinando y, por consiguiente, las tasas nominales de interés han descendido también. El enorme problema

de la corrida contra el país se ha disipado y se observa una recuperación gradual del acceso de México a los mercados internacionales de capital. Este renovado acceso, junto con el brillante desempeño de las exportaciones, habrán de jugar un importante papel en la reanudación del crecimiento.

La presente crisis no debe hacernos olvidar lo mucho que se ha hecho en los últimos diez años para imprimir mayor eficiencia a la economía mexicana. La reforma estructural implantada y que se sigue impulsando, conjugada con el programa de estabilización, sientan bases sólidas para la recuperación del desarrollo económico de México.

En algunos círculos se escucha con frecuencia que hacer del abatimiento de la inflación el principal objetivo de la política monetaria muestra poca sensibilidad de parte del banco central a la problemática económica y social que enfrentan muchas empresas y gran parte de la población. Quienes hacen estas reflexiones suelen recomendar una política monetaria expansiva, para supuestamente alcanzar tasas de crecimiento económico y niveles de empleo más elevados.

Al respecto, cabe comentar que una de las principales lecciones de la experiencia internacional es que la política monetaria no tiene la capacidad de estimular el crecimiento y el empleo. Por el contrario, los períodos de crecimiento rápido y prolongado del PIB han sido los caracterizados por su baja inflación. Cuando se ha buscado acelerar el crecimiento y aumentar el empleo mediante políticas expansivas, el impacto positivo acaso logrado ha sido efímero y ha tenido como único resultado duradero mayores niveles de inflación y a la postre recesión.

En otras palabras, no existe una relación estable entre inflación y desempleo que pueda explotarse para mejorar el desempeño de una economía. Si fuera posible aumentar la producción y el empleo en forma sostenible mediante políticas expansivas, el problema del crecimiento económico sería de muy fácil solución. Pero el aumento en la producción y el empleo depende de la disponibilidad de recursos reales y ésta no se ve aumentada por la simple expansión de los agregados monetarios.

Si en las circunstancias actuales el banco central modificara su política y generara una mayor oferta de dinero, no produciría mayor crecimiento. Dicha política tendría un impacto adverso inmediato sobre las expectativas de los agentes económicos. En tal caso, el resultado más probable en el corto plazo no sería un nivel de actividad más elevado, sino fugas de capital, depreciación del tipo de cambio, aumento de las presiones inflacionarias y elevación de las tasas de interés. En países que no han tenido una larga experiencia inflacionaria, cabe la posibilidad de que, en el corto plazo, una política expansiva pueda lograr un estímulo transitorio de la actividad económica y el empleo. Sin embargo, en países como el nuestro, donde las suspicacias de mayor inflación se despiertan con gran facilidad, este argumento a favor de políticas expansivas carece de validez.

Más aún, al impedir la operación eficiente de los mercados, alentar la especulación, empeorar la asignación de recursos y erosionar la confianza, la inflación reduce la eficiencia de la economía y por lo tanto las posibilidades de crear mayor empleo.

La experiencia mexicana, así como la de otros muchos países, confirman que la política monetaria hace su mejor contribución al crecimiento

económico y al empleo cuando se orienta a lograr la estabilidad del nivel general de precios.