

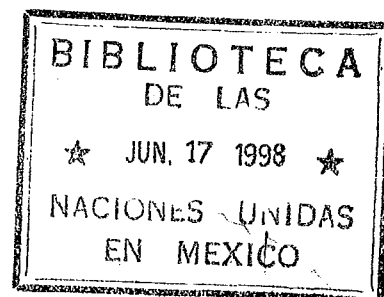
Distr.
RESTRINGIDA

LC/MEX/R.628
14 de octubre de 1997

ORIGINAL: ESPAÑOL

CEPAL

Comisión Económica para América Latina y el Caribe

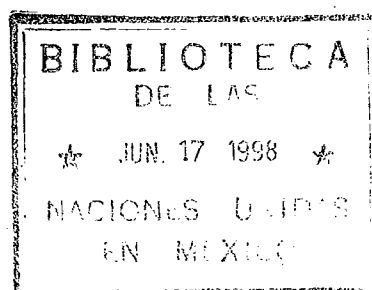


MEXICO: INFORME DE LA COYUNTURA ECONOMICA

Tercer trimestre de 1997

Este documento no ha sido sometido a revisión editorial.

INDICE

Página

RESUMEN	1
1. Política económica	4
2. Finanzas y deuda públicas	6
3. Actividad económica y empleo	11
4. Precios y salarios	15
5. Mercado cambiario	17
6. Mercados de dinero y de capitales	20
7. Sector financiero	23
8. Sector externo	28

RESUMEN

La economía nacional continuó mostrando signos de recuperación y estabilidad durante el tercer trimestre de 1997. El dinamismo de las exportaciones y la reactivación del mercado interno impulsaron el descenso del desempleo a niveles similares a los de 1994, aunque el salario real continuó deprimido.

El favorable entorno macroeconómico se reflejó en trayectorias declinantes de la inflación y las tasas de interés nominales. Los elevados flujos de inversión extranjera, tanto directa como de cartera, siguieron incidiendo en la apreciación del peso. Las autoridades esterilizaron el impacto monetario de dichos capitales a través de la colocación de valores gubernamentales, acumulando además un monto de reservas internacionales muy superior al previsto por la propia autoridad monetaria. Con el propósito de moderar las entradas de capital de corto plazo en el mercado de dinero, el Banco de México realizó ajustes a la política monetaria hacia fines del tercer trimestre.

La desaceleración de las exportaciones y el aumento de las importaciones –evoluciones en las que influyó la apreciación cambiaria– determinaron un aumento en el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Por otro lado, la favorable recepción de los mercados financieros internacionales a las colocaciones de deuda externa mexicana permitieron el refinanciamiento de un elevado monto de vencimientos de corto plazo.

El mercado cambiario se distinguió por la fortaleza del peso, que se acentuó hacia fines del tercer trimestre. En el mercado de dinero, la tasa de Cetes continuó a la baja, llegando a un mínimo de 16.7% a fines del tercer trimestre. Por su parte la Bolsa Mexicana de Valores continuó en ascenso, pero sin alcanzar todavía, en dólares, los niveles de 1994.

Perspectivas

Se espera que en la última parte del año se mantenga el dinamismo económico y la estabilidad, quizás con algunos episodios de volatilidad financiera por la compleja agenda política de aquí a fin de año, que incluye la aprobación –en un nuevo Congreso de carácter más plural– del presupuesto de egresos de la federación.

El crecimiento del producto interno bruto (PIB) en 1997 rondará 6%, aunque el producto por habitante apenas alcanzaría un nivel similar al de cuatro años atrás. La inflación descenderá de 28% en 1996 a un estimado de 16-17%, con tasas pasivas de interés en torno a 20%; se espera que el resultado fiscal arroje un déficit pequeño (0.5% del producto).

La tendencia previsible del tipo de cambio nominal es hacia la estabilidad, lo que significaría una apreciación en términos reales en el conjunto de 1997. No obstante ello, las exportaciones seguirán creciendo a tasas de dos dígitos, aunque inferiores a las de las importaciones, lo que mantendría negativos los saldos mensuales de la balanza comercial en lo que resta del año. Con todo, es muy factible que el resultado anual sea positivo por tercer año consecutivo, aunque menor al de 1996.

Cuadro 1
INDICADORES MACROECONÓMICOS 1996-1997

	1996				1997								
	Sept.	Octubre	Nov.	Dic.	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Sept.
Producto interno bruto <u>a/</u>	7.0			7.6			5.1			8.8			n.d.
Inflación <u>b/</u>	1.6	1.3	1.5	3.2	2.6	1.7	1.2	1.1	0.91	0.89	0.87	0.89	1.25
Tipo de cambio <u>c/</u>	7.54	7.72	7.89	7.86	7.82	7.79	7.95	7.89	7.89	7.94	7.86	7.77	7.77
Tasa de interés <u>d/</u>	24.0	27.5	29.8	27.2	23.4	19.9	21.5	21.5	18.5	20.1	18.9	18.8	17.9
Tasa de desempleo abierto	5.5	5.2	4.8	4.1	4.5	4.2	4.2	4.3	3.9	3.4	4.1	3.5	n.d.
Producción industrial <u>e/</u>	13.0	16.3	12.3	11.2	7.1	7.5	4.3	15.2	8.96	10.1	9.9	n.d.	n.d.
IPyC <u>f/</u>	3,308	3,290	3,316	3,309	3,623	3,797	3,797	3,779	3,901	4,270	4,748	5,018	5,021
	Millones de dólares												
Importaciones de bienes	7,694	9,032	8,218	8,106	7,665	7,686	8,179	9,096	8,591	9,113	9,423	9,074	n.d.
Balanza comercial	683	254	254	343	520	383	611	50	220	308	-18	-71	n.d.
Reservas internacionales <u>g/</u>	15,571	16,094	16,317	17,509	18,960	20,202	20,001	21,496	22,262	21,730	22,489	23,285	24,442
Activos internacionales netos <u>g/</u>	3,864	4,457	5,023	6,313	8,758	10,472	10,456	12,429	14,442	14,254	15,281	16,549	17,709

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

n.d. no disponible

a/ Variación porcentual con respecto al mismo trimestre del año anterior.

b/ Variación porcentual del índice nacional de precios al consumidor con respecto al mes anterior.

c/ Tipo de cambio interbancario a la venta (valor mismo día), promedio del período, pesos por dólar.

d/ CETES a 28 días promedio mensual.

e/ Tasa de crecimiento con relación al mismo mes del año anterior.

f/ Índice de precios y cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores, promedio mensual.

g/ Fin de Período.

Cuadro 2
PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 1997

	Producto interno bruto	Inflación dic-dic.	Cetes 28 días	Tipo de cambio interbancario	Balanza comercial	Cuenta corriente	Reservas internacionales	Balance público
	(tasa de crecimiento) %	%	(Promedio anual) %	(Promedio anual)	(Miles de millones de dólares)	(Miles de millones de dólares)	(Miles de millones de dólares)	(% PIB)
Gobierno	6.00	16.00	20.00	7.90	n.d.	-7.60 b/	nd	-0.5
AB Asesores Moneda	6.00	16.50	19.70	7.88	2.50	-4.90	24.10	-1.4
American Chamber México	6.00	16.90	19.60	7.90	1.46	-6.83	23.52	-0.8
Asesoría GBM-Atlántico	6.30	16.60	19.50	8.10	nd	-6.70	25.80	-1.0
Banamex	6.50	17.00	19.50	7.90	2.10	-6.10	25.20	-0.7
Bancomer	6.40	16.67	19.62	7.88	1.81	-6.14	25.50	-0.5
Bufete de Promoción Industrial	5.90	16.35	19.40	7.87	1.33	-6.99	23.14	-0.5
Bursamétrica	7.00	16.36	19.48	7.89	2.00	-6.95	23.34	-0.9
CAIE-ITAM	7.30	16.40	19.50	7.80	2.50	-6.30	nd	-0.5
CAPEM-Oxford	6.40	17.10	19.90	8.00	2.46	-6.43	24.90	-0.9
CIEMEX-Wefa	5.80	16.80	19.94	7.94	2.65	-5.50	23.05	-1.0
ING Barings	5.80	16.50	20.25	7.97	1.30	-7.00	nd	-1.3
Interacciones Casa de Bolsa	6.30	16.40	20.20	8.00	1.80	-6.40	23.50	-0.5
Jonathan Heath y Asoc.	6.25	16.29	19.65	7.94	1.97	-6.48	26.12	-1.0
JP Morgan	6.50	15.90	15.80 a/	8.30	1.20	-8.00	25.40	-1.0
Macro Asesoría Económica	5.90	17.02	19.95	7.89	1.40	-6.10	25.30	-0.7
Santander Investment	5.80	16.80	19.90	7.92	1.57	-7.27	24.40	-0.7
Promedio	6.26	16.60	19.49	7.95	1.94	-6.51	24.52	-0.8

Fuente: Reforma, 7 de octubre de 1997. a/ Cetes 91 días. b/ Estimación de la CEPAL con base en pronóstico oficial de 2% del déficit de la cuenta corriente respecto del PIB como límite superior. nd. No disponible.

1. Política económica

En general, la política económica mantuvo los lineamientos observados a partir de la crisis cambiaria de fines de 1994, que se centran en el combate a la inflación. La tendencia a la apreciación real del peso condujo a las autoridades a plantear la posibilidad de utilizar mecanismos para inyectar liquidez en la economía e inducir bajas en las tasas de interés, con el fin de moderar las entradas de capital de corto plazo en el mercado de dinero y detener la apreciación del peso en términos reales.

Como consecuencia de la vigorosa entrada de divisas en los mercados de dinero y de valores, del dinamismo de la inversión extranjera directa y de las colocaciones internacionales de deuda gubernamental, hacia fines del tercer trimestre de 1997 se había registrado una acumulación de activos internacionales netos cuatro veces mayor que la mínima estimada por el Banco Central. Lo anterior, conjugado con una mayor actividad económica que la prevista a principios de año, ha contribuido a una desviación de las metas de la base monetaria y del crédito interno neto del Banco de México. En efecto, a fines del tercer trimestre, el descenso efectivo de la base giraba en torno a 2,000 millones de pesos, mientras que la evolución prevista era de -7,600 millones, es decir una desviación de 5,600 millones. En consecuencia, la contracción del crédito interno neto del banco central fue mucho mayor a la esperada (-28,000 millones de pesos planeados frente a -95,000 millones realizados al 3 de octubre.¹)

Ajustes a la política monetaria. Para moderar las fluctuaciones de las tasas de interés y el tipo de cambio, el Banco de México emplea el mecanismo de subastas de crédito entre las instituciones financieras, ampliando o restringiendo la cuantía de recursos puestos a disposición de los bancos del sistema; exigiendo, en determinados casos, posiciones netas acreedoras con el instituto central (poniendo "en corto" al sistema). Este mecanismo, por medio del cual el Banco Central emite una señal para que las tasas de interés se eleven o detengan su descenso, fue utilizado en montos relativamente reducidos durante 1996.²

Esta política se mantuvo "neutral" hasta fines del tercer trimestre de 1997, cuando el Banco de México introdujo modificaciones tendientes a propiciar reducciones en las tasas de interés. De hecho, ya desde abril de 1997 el Instituto Central había considerado que las tasas de interés de corto plazo se estaban elevando demasiado (en relación al nivel de precios y del tipo de cambio), por lo que estableció un tope superior a las tasas en las operaciones de mercado abierto, que se mantuvo vigente únicamente durante una jornada, pues ello fue suficiente para estabilizar el mercado de dinero.³ De este modo el Banco Central consiguió transmitir la señal de que, a su juicio, las tasas eran relativamente altas.

Sin embargo, de acuerdo con el propio Instituto, no resulta conveniente el uso frecuente de este mecanismo, en vista de las distorsiones sistemáticas que podría ocasionar en la determinación de

¹ Recuérdese que el crédito interno neto del Banco de México se define como la base monetaria menos los activos internacionales netos.

² Véase Banco de México, *Informe Anual 1996*, México, 1997 y CEPAL, *México: evolución económica durante 1996*, LC/MEX/L.333, 22 de julio de 1997.

³ Véase Banco de México, *Informe sobre la política monetaria en el lapso del primero de enero de 1997 al 30 de junio de 1997*, México, septiembre de 1997.

las tasas. Por ello, el Banco Central anunció que a partir de fines de septiembre podría aumentar la liquidez de las instituciones financieras (es decir, utilizar "largos") en los casos factibles y necesarios, con el fin de inducir una tendencia a la baja de las tasas de interés. Ello sucedería en ocasiones que, en principio, parecen muy poco probables de presentarse, como en las que:⁴

- a) el comportamiento de las tasas de interés de corto plazo no sea congruente con la evolución del tipo de cambio y no existan presiones inflacionarias imprevistas por el programa económico
- b) exista una alta probabilidad de que la inflación vaya a ser claramente inferior al objetivo establecido
- c) se produzca una apreciación del tipo de cambio que se estime insostenible por derivarse de entradas cuantiosas de capital de corto plazo al mercado de dinero
- d) surjan aumentos de las tasas de interés atribuibles estrictamente a situaciones desordenadas en el mercado cambiario.

Perspectivas

Además de la posibilidad de una mayor incidencia del Banco de México en la fijación de la tasa de interés, la utilización del mecanismo de "largos" probablemente se traducirá --si efectivamente las tasas tienden a la baja-- en una menor acumulación (o desacumulación) de activos internacionales, lo que a su vez sería resultado de las menores entradas de capital de **corto plazo**. Esto a su vez tendería a frenar la apreciación del peso en términos reales, objetivo este último que parecería estar en la base de la maniobra del Banco de México. El aumento resultante en la liquidez interna podría contribuir entonces a apuntalar la reactivación de la demanda interna, pero probablemente tendría que soportar presiones inflacionarias, aunque éstas se estiman menores.

En síntesis, la intención del Banco de México parece encaminada a emitir una señal para que los inversionistas conozcan cuándo el Instituto estima que las tasas de interés son elevadas, lo que de inmediato se traduciría (como de hecho sucedió un día después del anuncio del mecanismo) en una tendencia de las tasas a la baja o a detener su ascenso. El ajuste a la política monetaria apunta, pues, a dotar de mayor liquidez al sistema financiero, situación opuesta a la anunciada en enero pasado, cuando no se anticipaba una evolución tan favorable de los flujos de capital de corto plazo.

⁴ Ibid, página 7.

2. Finanzas y deuda públicas

La política fiscal continuó orientada al equilibrio de las finanzas públicas, como elemento central de la estrategia de reordenamiento económico iniciada a principios de 1995. En ese ámbito se ubica también la política de refinanciamiento de la deuda externa, que tiene el propósito de reducir su enorme servicio en el corto plazo.

Al primer semestre sobresalió la disminución del superávit del sector público, el incremento de los ingresos tributarios y la reducción de la deuda pública con respecto al PIB. Así, el balance del sector público presupuestal se redujo 32% en términos reales en el primer semestre de 1997, lo que significó que el superávit pasara de 1% del PIB en junio de 1996 a 0.64% en junio de 1997 (el superávit primario representó 2.2% del PIB).⁵ Con todo, se prevé que este monto servirá para hacer frente al déficit esperado para el resto del año, que sería consecuencia del mayor gasto que normalmente se ejerce en el segundo semestre de cada año (véase el cuadro 3).

El balance del sector público al primer semestre estuvo determinado principalmente por tres factores: del lado positivo destacaron el aumento de 11% real en la recaudación tributaria y la disminución de 8.5% real del costo financiero de la deuda pública; del lado negativo sobresalió el aumento de 12.2% real del gasto primario.

Los ingresos presupuestarios se elevaron 4.1% en términos reales en los primeros seis meses de 1997. Los petroleros (40% del total) crecieron 5.5%, principalmente gracias al incremento del volumen exportado. Los ingresos no petroleros aumentaron 3.9%, destacando el ascenso de 11% de los ingresos tributarios. Esto se atribuye sobre todo a la evolución favorable de la economía y a las medidas para mejorar el cumplimiento de las obligaciones fiscales de los contribuyentes. La recaudación por concepto del Impuesto al Valor Agregado (IVA) creció 12.1% en términos reales, mientras que la proveniente del Impuesto Sobre la Renta (ISR) aumentó 11.7%.

Los gastos presupuestarios mostraron un crecimiento real de 8.5% respecto al mismo periodo del año anterior. El gasto público otorgó prioridad a la inversión física, principalmente en el renglón de hidrocarburos y al fortalecimiento de programas sociales. Por su parte, el costo financiero de la deuda representó el 15% del total de egresos, cifra todavía elevada pero inferior al 17% del mismo período de 1996. La reducción se debió principalmente a las medidas para refinanciar la deuda pública externa en términos de costo y plazo y a la disminución de las tasas de interés internas.

Se estima que, durante este ejercicio fiscal, el gobierno destinará 56% del total del presupuesto a programas sociales, porcentaje en el que se incluyen recursos del orden de los 13,500 millones de pesos de apoyos alimenticios, como los subsidios generalizados y dirigidos a la tortilla, la leche y los desayunos escolares. Para el próximo año el gobierno prevé destinar al rubro social un 70% del gasto programable total (en 1997 se estima en 56%). Este incremento se explica en

⁵ Utilizando la previsión oficial del PIB nominal para 1997 (3,096.3 miles de millones de pesos). Véase Gobierno Federal, *Criterios Generales de Política Económica para la iniciativa de Ley de Ingresos y Proyecto de presupuesto de Egresos de la federación Correspondiente a 1997*, diciembre de 1996.

buena medida por la reforma a la seguridad social, cuyo costo fiscal comenzará a reflejarse a partir del presupuesto de egresos de 1998.⁶

Cuadro 3
INGRESOS, GASTOS Y BALANCES DEL SECTOR PÚBLICO
(Enero-junio, 1997)

Ingresos presupuestarios	Millones de pesos	Variación real (%)	Gastos presupuestarios	Millones de pesos	Variación real (%)
Total	335,199	4.5	Total	315,407	8.5
Petroleros	132,986	5.5	Primario	268,218	12.2
PEMEX a/	38,489	-12.8	Programable	211,205	10.3
Gobierno federal b/	94,497	15.4	Corriente	173,228	10.2
No petroleros	202,214	3.9	Capital	37,977	10.9
Gobierno federal	131,648	0.6	Inversión física	35,359	9.6
Tributarios	119,227	11.0	Inversión financiera	2,618	31.7
No tributarios	12,421	-46.9	No programable	57,014	19.6
Organismos y empresas	70,566	10.6	Intereses de la deuda	47,189	-8.5
<u>Balances</u>					
1. Balance presupuestario c/	19,792	-34.2	4. Balance primario presupuestario d/	66,981	-18.0
2. Balance de entidades bajo control presupuestario indirecto	-1,521	-51.4	5. Balance primario de entidades bajo control presupuestario indirecto	1,671	-53.9
3. Balance público (1 + 2)	18,271	-32.1	6. Balance público primario (4 + 5)	68,653	-19.5
Porcentaje respecto del PIB	0.59		Porcentaje respecto del PIB	2.22	

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), *Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública*, segundo trimestre de 1997.

n.a.: no aplica.

a/ Corresponde a los ingresos propios de esta empresa.

b/ Ingresos por concepto de derechos, aprovechamientos, IVA e impuestos especiales.

c/ Ingresos presupuestarios totales - gastos presupuestarios totales.

d/ Ingresos presupuestarios totales - (gastos presupuestarios totales - intereses de la deuda).

Adicionalmente, en el marco de la política de combate a la pobreza, el Gobierno Federal dio a conocer el Programa de Educación, Salud, y Alimentación (PROGRESA), el cual tiene como principal objetivo reducir los índices de extrema pobreza y beneficiar a las familias de escasos

⁶ El nivel del gasto total que propondría el gobierno al Congreso de la Unión para 1998 ronda los 850,000 millones de pesos, lo que implica un crecimiento cercano a 5% en términos reales.

recursos de las zonas rurales, campesinas e indígenas del país. El programa se divide en dos etapas;⁷ se estima que, a finales de 1997, se abarquen más de 10,000 localidades y 489 municipios de 12 estados de la República, dando así un total de 400,000 familias beneficiadas. En este año, los recursos destinados para éste programa serán de 1,200 millones de pesos (0.04% del PIB). Las familias que recibirán esta ayuda obtendrán en promedio entre 220 y 250 pesos mensuales; se empezarán a entregar becas a menores al inicio del presente ciclo escolar, que van desde 60 hasta 250 pesos, y por familia se otorgará un máximo de 550 pesos; además a las madres de familia se les entregará 90 pesos mensuales para ayuda alimentaria.

Política de deuda pública externa

El saldo de la deuda externa bruta del sector público (sin incluir la del Banco de México) se situó en 96,859 millones de dólares al cierre del primer semestre, es decir, 1,425 millones menos que el saldo de 1996 (véase el cuadro 4). Esta reducción se derivó de los favorables resultados en materia de finanzas públicas, así como del entorno económico positivo, lo cual permitió a las autoridades avanzar en el redimensionamiento de las obligaciones del sector público, mejorar el perfil de amortizaciones y reducir el costo de los nuevos recursos contratados. Con todo, el pago de intereses externos por parte del gobierno federal ascendió a unos 20,300 millones de pesos en el período referido. La deuda del Banco de México con el Fondo Monetario Internacional (FMI) se ubicó en cerca de 10,000 millones de dólares al cierre del primer semestre.

Cuadro 4

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA, PRIMER SEMESTRE DE 1997

(Millones de dólares)

	Saldo al 31 diciembre de 1996	Movimientos del primer semestre de 1997				Saldo al 30 junio de 1997
		Disposiciones	Amortizaciones	Endeudamiento neto	Ajustes a/	
Deuda neta	89,746					84,240
Activos externos	-8,538					-12,619
Deuda bruta	98,284	14,988	15,914	-927	-499	96,859
Largo plazo	93,293	9,090	10,553	-1,464	-506	91,324
Corto plazo	4,991	5,898	5,361	537	7	5,535

Fuente: CEPAL, sobre la base de la SHCP, *Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública*, segundo trimestre de 1997.

a/ Derivados de la apreciación del dólar frente a otras monedas.

Nota: no incluye la deuda externa del Banco de México, estimada en 11,610 millones de dólares al cierre de marzo de 1997

⁷ La primera etapa comprende regiones que se localizan en los estados de Coahuila, Campeche, Chihuahua, Guanajuato, Hidalgo, Oaxaca, Puebla, Querétaro, San Luis Potosí y Veracruz. Para la segunda etapa se incorporarán más regiones de Chiapas y Guerrero.

A principios de agosto el gobierno federal efectuó un pago anticipado sobre la totalidad de las notas bancarias a tasa variable emitidas el 5 de agosto de 1996 por un monto de 6 mil millones de dólares. Por medio de esta operación se liberó en su totalidad el remanente de los flujos de divisas generados por las exportaciones petroleras que habían sido afectados a un mecanismo contingente de pago de notas bancarias, en términos similares a los previstos en el financiamiento de emergencia otorgado por el Tesoro estadounidense.

Con la cancelación de este adeudo, se reduce la vulnerabilidad asociada a los vencimientos de corto plazo de la deuda pública externa; se disminuyen los vencimientos de mercado del gobierno federal a 935 millones de dólares anuales, en promedio para el periodo 1997-2000, y se extiende el plazo de vencimiento de los recursos refinanciados de 2.6 a 6.8 años, bajando el costo de los recursos refinanciados, al pasar de una tasa de interés anual de 8.39% a 7.98%, obteniendo ahorros anuales por 25 millones de dólares. Esta operación se pudo lograr debido a la abundante liquidez en los mercados internacionales, además de la buena recepción de papel del gobierno mexicano en dichos mercados. Cabe señalar que para el monto total del pago, los recursos financieros se obtuvieron de las mencionadas colocaciones de deuda del gobierno en los mercados libres de capital, en mejores condiciones de plazo y costo, por lo que la operación no implicará un incremento de la deuda pública externa.

Así, la política de deuda pública externa se encaminó, como en los últimos 24 meses, a reestructurar los vencimientos de corto plazo, principalmente mediante colocaciones de bonos en el mercado internacional, que permitieron disminuir su costo y extender los plazos.

Con ello, el Gobierno Federal emitió deuda por cerca de 6,000 millones de dólares en los mercados internacionales en los primeros nueve meses de 1997. Los plazos promedio de amortización se situaron en casi 10 años, con una tasa de interés de 2.40 puntos sobre el rendimiento de los Bonos del Tesoro Norteamericano.⁸ Estas condiciones son más favorables que las que se obtuvieron en las colocaciones efectuadas en 1995 y 1996 (véase el cuadro 5).

La deuda externa de las empresas privadas alcanzó al finalizar el primer semestre de 1997 un monto de 27,334 millones de dólares, 7.5% mayor a la de fines de 1996. Por el contrario el sector bancario redujo sus pasivos con el exterior, en 7,778 millones de dólares para ubicarse al finalizar el primer semestre en 17,316 millones. Esto significa que durante 1997, los sectores público, privado no bancario y bancario destinarán recursos del orden de 30,000 millones de dólares para cubrir sus amortizaciones.

⁸ En la reunión de la Reserva Federal del 30 de septiembre la tasa de interés no se modificó, aunque no se descarta que en el encuentro de finales del año pueda modificarse, como consecuencia de signos de sobrecalentamiento de la economía estadounidense, que podría acarrear presiones inflacionarias.

Cuadro 5

EMISIONES DE DEUDA DEL GOBIERNO FEDERAL EN EL MERCADO INTERNACIONAL

(Primer Semestre de 1997)

Monto (Millones de dólares)	Moneda	Plazo (Años)	Tasa de interés (%)
1,000	Dólar EUA	10	9.875 (BTN+3.35)
310	Lira italiana	10	9.220 (BTN+2.32)
915	Marco alemán	12	8.295 (BTN+2.64)
400	Yen japonés	7	4.000 (BTN+2.19)
800	Yen japonés	5	3.100 (BTN+1.87)
290	Lira italiana	20	11.000 (BTN+3.00)
480	Libra esterlina	5	8.750 (BTN+1.73)
300	Lira italiana	7	8.375 (BTN+1.97)
430	Marco alemán	11	8.000 (BTN+2.52)
Total: 4,925	Promedio	9.67	BTN+2.40

Fuente: Elaborado con base en Secretaría de Hacienda y Crédito Público, boletines varios.

BTN: Bonos del Tesoro Norteamericano.

Perspectivas

Debido al incremento estacional del gasto público, entre otros factores, se espera un resultado fiscal negativo en la segunda mitad del año. Como secuela de la nueva estructura partidista de la Cámara de Diputados, es posible que se den algunos ajustes a la política económica, sobre todo en materia fiscal, como la disminución de la tasa del IVA o la del ISR. El gobierno estima que una reducción de la tasa del IVA de 15 a 10% significaría una merma en los ingresos gubernamentales del orden de los 25 mil millones de pesos anualmente, reflejándose en una menor disposición de recursos a los estado y municipios. Sin embargo, debe mencionarse que esta cifra no considera el efecto positivo sobre la recaudación que propiciaría el aumento del consumo, resultado a su vez de la menor tasa del IVA.

3. Actividad económica y empleo

La actividad productiva siguió recuperándose en prácticamente todos los sectores durante 1997, fortaleciendo la tendencia iniciada en 1996. Por el lado de la demanda, el consumo interno se reactivó significativamente; las exportaciones se desaceleraron, pero mantuvieron un crecimiento a tasas de dos dígitos, mientras que la inversión registró un gran dinamismo, lo que apuntaría a mejores expectativas de crecimiento a mediano y largo plazos.

El producto interno bruto aumentó 7% en términos reales en el primer semestre de 1997. Dicha tasa se debió al impulso del segundo trimestre, cuando creció 8.8%. Así, el avance económico no sólo se ha fortalecido sino que también se ha generalizado a un número mayor de sectores de actividad (véase el cuadro 6).

Cuadro 6
EVOLUCIÓN SECTORIAL DEL PIB ^{a/}
(Tasas de crecimiento)

	1995			1996				1997		
	III	IV	Anual	I	II	III	IV	Anual	I	II
PIB total	-8.0	-7.0	-6.2	-0.4	6.4	7.0	7.6	5.1	5.1	8.8
Agropecuario	13.2	1.5	1.0	4.6	2.2	4.3	1.6	1.2	1.6	10.4
Industria	-10.7	-6.9	-7.8	3.4	11.1	14.2	13.0	10.4	6.3	11.2
Minería	-2.4	-4.7	-2.7	6.9	7.6	6.4	12.5	8.3	1.0	5.9
Manufacturas	-7.5	-4.0	-4.8	4.8	12.5	13.7	12.7	10.9	6.2	12.0
Construcción	-28.7	-21.2	-23.5	-3.9	8.9	24.1	17.8	11.4	8.7	11.5
Electricidad	0.7	0.7	2.1	3.0	4.1	5.6	5.1	4.5	5.4	5.0
Servicios	-8.9	-8.4	-6.4	-3.0	4.7	4.9	6.0	3.1	5.0	7.7
Comercio, Rest. Hot.	-17.9	-17.5	-15.6	-6.6	6.9	6.4	10.1	4.1	5.6	11.7
Comunicaciones	-6.9	-5.7	-4.9	2.0	12.5	9.8	10.9	8.7	7.3	11.2
Servicios financieros	-2.2	-3.3	-0.3	-2.5	1.9	3.6	3.0	1.4	4.7	5.7
Serv. Comunales	-4.9	-4.0	-2.3	-2.2	1.6	2.3	2.6	1.0	3.6	4.1

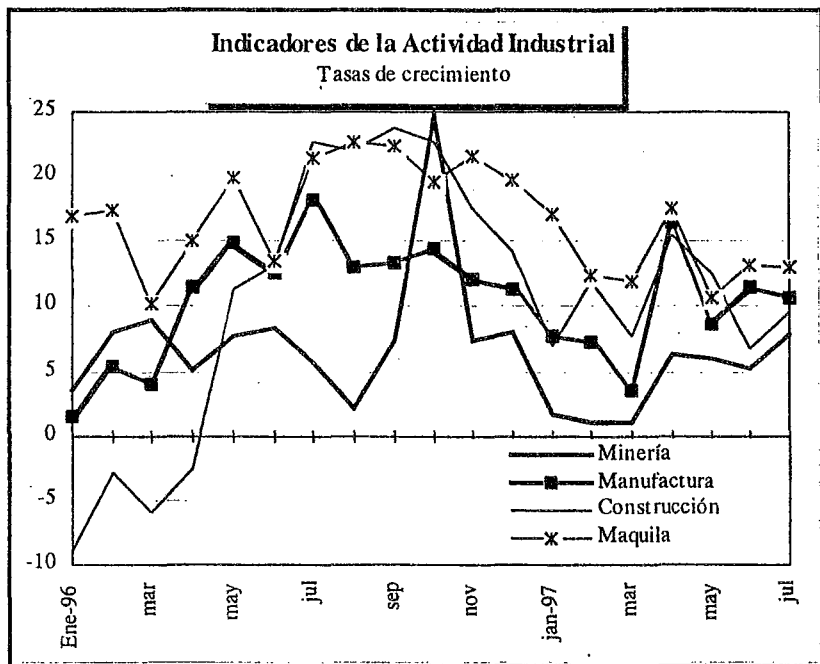
Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras del INEGI.

^{a/} Cálculos basados en cifras revisadas del PIB a precios constantes de 1993.

Después de un crecimiento marginal en 1996, el sector agropecuario se recuperó con creces en 1997, al pasar de un crecimiento de 1.6% en el primer trimestre a otro de 10.4% en el segundo. Esta recuperación estimuló también la creación de nuevos empleos en el campo. En lo que hace al sector industrial (minería, manufacturas, construcción y electricidad, gas y agua), las cifras a julio indican que continúa su dinamismo, al acumular un crecimiento real acumulado a ese mes de 9%.

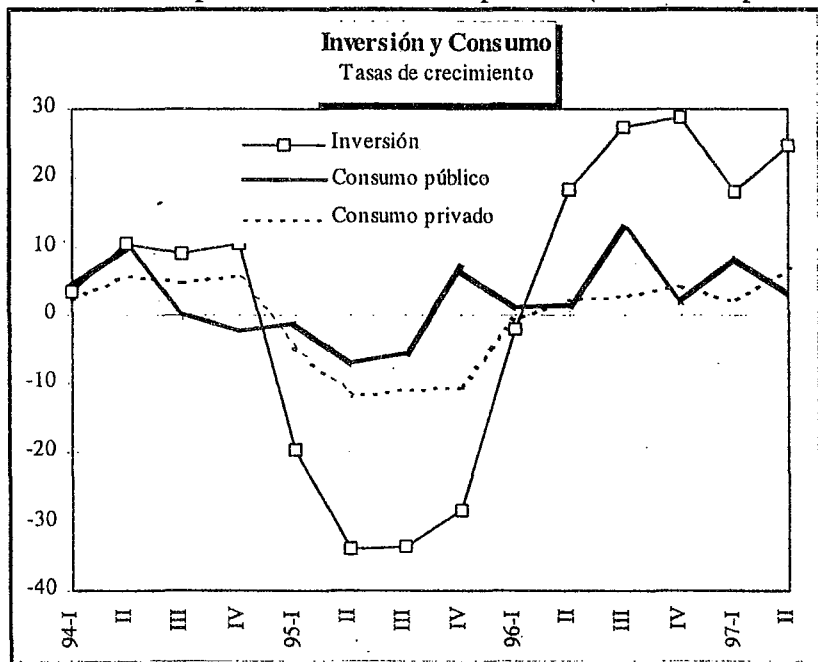
La industria manufacturera sigue siendo el eje sobre el cual ha girado el desempeño económico, al alcanzar una tasa real de crecimiento de 9.4% durante los primeros siete meses de 1997. A ello contribuyó la mencionada recuperación de la demanda interna, pero sobre todo el desempeño de las manufacturas ligadas al comercio exterior que, no obstante la apreciación de la

moneda, siguen revelando una elevada competitividad. La producción de la industria maquiladora se elevó 13.4%.



La construcción aumentó 10.1% en los primeros siete meses del año, en buena parte debido a mayores obras de agua, riego y saneamiento, edificación y transporte y, en menor grado la minería y obras de señalización. Ello acarreó un repunte en la demanda de materiales de construcción, como arena y grava, cemento, concreto, estructuras metálicas, impermeabilizantes y tubos de hierro y acero. No obstante esta recuperación, la construcción aun se encuentra trabajando por debajo de los niveles de 1994.

La recuperación del consumo privado (4.5% en el primer semestre) se debió principalmente



al aumento del gasto en bienes duraderos (22%), como automóviles, muebles y enseres domésticos; el gasto en bienes no durables y servicios, como alimentos, bebidas y tabaco, vestido y calzado, artículos para el cuidado personal y el hogar aumentó 3.1% en el mismo período. La recuperación paulatina del consumo se refleja también en los importantes repuntes de sectores prestadores de servicios como el comercio, restaurantes y hoteles, y las comunicaciones.

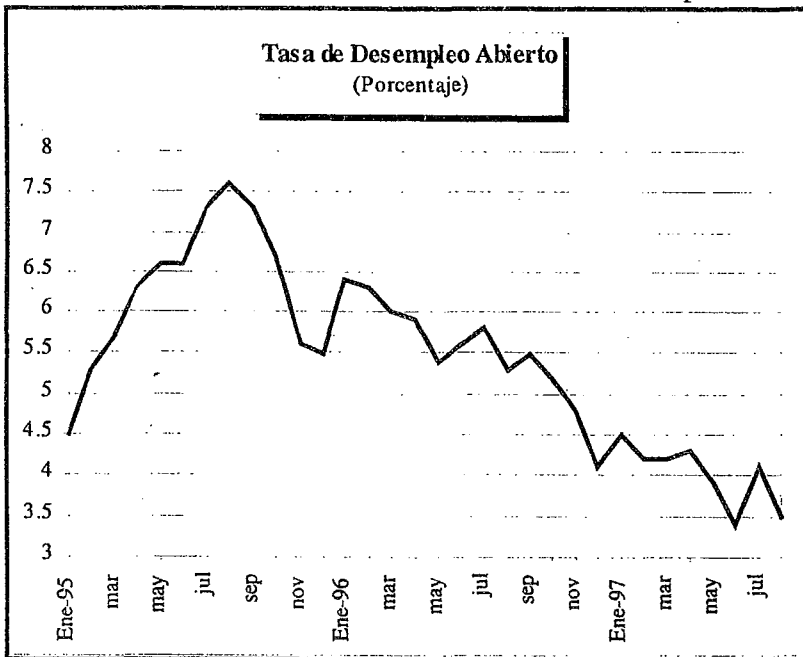
La evolución del consumo ha sido heterogénea, ya que el mayor dinamismo de las ventas de bienes duraderos se asocia a la canasta representativa de estratos económicos de medianos y altos ingresos. Así, por ejemplo, las ventas de las tiendas

departamentales (típicas expendedoras de artículos de consumo durable) vienen creciendo por encima de las ventas de autoservicios, que se especializan en la venta de alimentos y otros bienes de consumo básico.

Por otro lado, las ventas internas de vehículos (incluyendo las importaciones) en los primeros ocho meses de 1997 aumentaron 48% respecto al mismo lapso de 1996, alcanzando la cifra de 273,668 unidades, aunque, con respecto a las ventas de 1994, todavía eran inferiores. Por su parte, las exportaciones totales de vehículos decrecieron 3.2% en el mismo período, principalmente debido a la caída de 12.5% en las de automóviles, aunque éstas han revertido la tendencia negativa en julio y agosto.

A pesar del ascenso del consumo, es importante observar que, en términos reales, su nivel en el primer semestre aun se encuentra 3.4% por debajo del correspondiente al mismo período de 1994. Debido a que el dinamismo del ingreso disponible depende fundamentalmente del crecimiento del empleo y del avance de los salarios reales, se infiere que el consumo privado se ha reactivado como consecuencia del aumento de la ocupación, puesto que los salarios reales siguen estancados.

Por otro lado, destaca que la inversión se constituyó en el elemento más dinámico de la demanda, al aumentar 21.5% en términos reales en el primer semestre, aunque su nivel todavía fue



inferior con respecto a similar período de 1994. El gasto real en bienes de capital de origen nacional aumentó 14% en el semestre (maquinaria y equipo 26% y construcción 10%), mientras que el gasto en bienes de capital importados creció 43% (principalmente equipo de transporte y maquinaria y equipo)

Empleo

El crecimiento económico siguió favoreciendo la generación de nuevos puestos de trabajo. De acuerdo con cifras del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS), el número de asegurados permanentes creció 4.7% en el primer semestre de 1997 respecto al último día de diciembre de 1996, lo que equivalió a 434,310 nuevos asegurados por el Instituto. Con respecto al primer semestre de 1996 el incremento fue de 9.3%. De acuerdo con la misma fuente, en los últimos 23 meses a partir de agosto de 1995, fecha en que inició el repunte del empleo luego de la crisis de fines de 1994, han sido afiliados el IMSS 1.224 millones de trabajadores.

A nivel sectorial, el dinamismo del empleo sigue mostrando diferencias; así del total de puestos generados en el primer semestre de 1997, el 62% correspondió a la industria de

transformación (incluyendo maquila), 18% al comercio, 7.5% a servicios sociales y 5.4% a la construcción. En la industria maquiladora continuó el rápido aumento del empleo, que ascendió a más de 900,000 personas a julio de 1997, cifra 20% superior a la de julio de 1996 y 12% por encima de la de diciembre de 1996.

La evolución favorable del empleo se viene manifestando también en una reducción de la tasa de desempleo abierto, de 4.5% en enero de 1997 a 3.5% en agosto, la segunda más baja en casi tres años y muy inferior al 5.3% de agosto de 1996. La tasa de desocupación abierta en los primeros siete meses del año promedió 4%, resultando menor a la obtenida en el mismo lapso del año anterior, la cual fue de casi 6%. En lo que respecta a los indicadores alternativos de empleo y desempleo también se observaron comportamientos acordes a la recuperación de la economía.

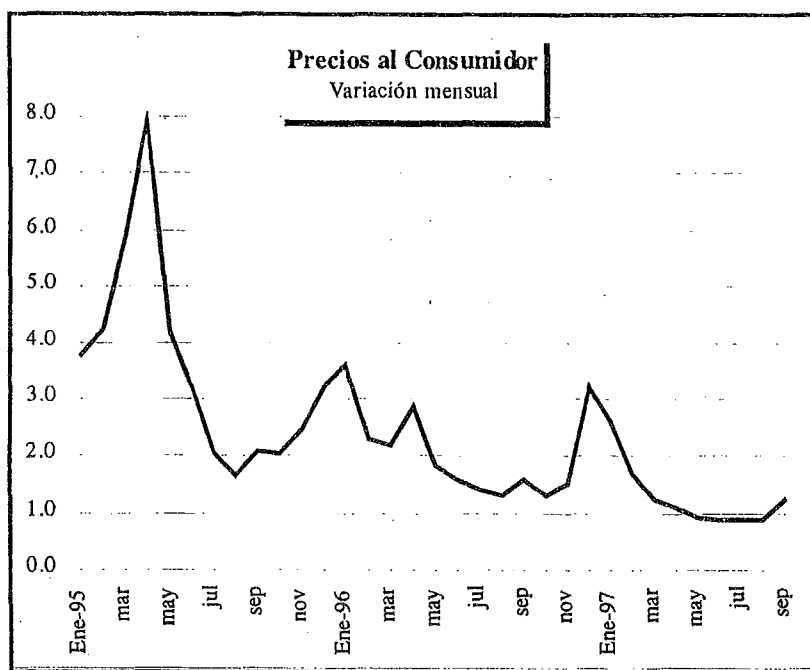
A pesar de estas tendencias, el crecimiento económico aún no es suficiente para absorber cabalmente la oferta de trabajo que se genera anualmente, por lo que el sector informal sigue funcionando como amortiguador en el mercado de trabajo, recibiendo el exceso de oferta laboral. Estos factores afectan negativamente las condiciones laborales, presionan a la baja a los salarios, inhiben la productividad y dificultan el acceso a las redes de seguridad social

Perspectivas

Se prevé que el crecimiento económico siga con su tendencia hacia una recuperación más amplia y generalizada de los sectores, sobre todo de aquellos como los prestadores de servicios. Esto tendrá efectos positivos sobre el nivel de empleo, lo cual será crucial para la recuperación del mercado interno, mientras los salarios reales recuperan el nivel que tenían en 1994, lo que, de acuerdo con las estimaciones gubernamentales sucederá hasta 1998.

4. Precios y salarios

La inflación continuó su ritmo descendente, principalmente debido a la inmovilidad del tipo de cambio, así como a la contención salarial y la astringencia monetaria y fiscal. Así, el índice de precios al consumidor en los primeros nueve meses del año, ascendió 11.96%, equivalente a sólo la mitad del aumento registrado en el mismo período de 1996 (20.4%) En relación a septiembre de 1997, el incremento de los precios al consumidor fue de 18.7%, variación menor con relación al incremento de 30% en el año finalizado en septiembre de 1996.



La apreciación cambiaria ha contribuido al abatimiento de la inflación por la vía de la menor inflación de los bienes comerciables internacionalmente, que ascendió 10% en el lapso referido, frente al 11.2% de los precios de los bienes no comerciables. Por su parte, el Índice Nacional de Precios al Productor registró un crecimiento de 9.7% en los primeros nueve meses de 1997, es decir casi la mitad del obtenido en el mismo lapso de 1996 (18.2%).

Las remuneraciones reales siguieron deprimidas. Así, el salario mínimo real en septiembre de 1997 estaba en un nivel prácticamente igual al de un año antes, y 9% por debajo del de diciembre de 1996, fecha en que se otorgó el más reciente aumento a los mínimos. Solamente en los salarios contractuales se podía apreciar una ligera mejoría de las remuneraciones reales⁹, principalmente en un número reducido de empresas ligadas a la exportación, a la maquila y la manufactura. Con todo, y gracias al aumento del empleo, la masa salarial registra un incremento en términos reales, que contribuye a la reactivación de la demanda interna

Las remuneraciones pagadas al personal ocupado en el sector manufacturero aumentaron 2.1% en términos reales en los primeros siete meses del año, debido a los incrementos de los salarios pagados a obreros (3.6%), los sueldos a empleados (1.8%) y las prestaciones (1.8%). A lo largo del período post-crisis, uno de los alicientes de las empresas para contratar personal han sido los bajos salarios, conjugados con una creciente productividad del trabajo. Actualmente algunas empresas han recuperado los niveles de producción pre-crisis, lo que ha permitido elevar sus márgenes de ganancia. De acuerdo con estimaciones del Congreso del Trabajo, el poder adquisitivo de los obreros registró un retroceso en los últimos dos años de 26.5%.

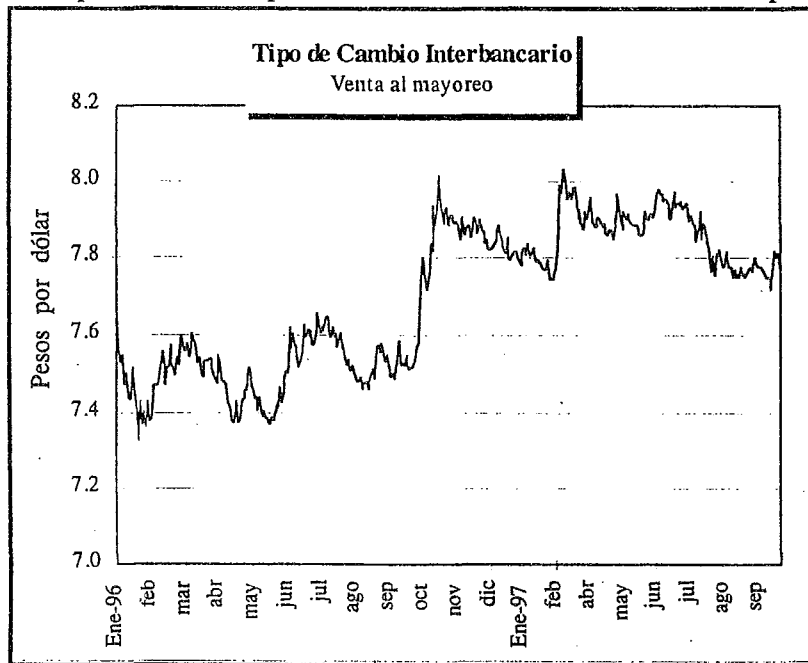
⁹ Véase Poder Ejecutivo Federal, *Tercer Informe de Gobierno 1o de septiembre de 1997, Anexo*, Septiembre 1997.

Perspectivas

En el último trimestre se espera un repunte de la inflación mensual, que pudiese ser ligeramente mayor a un punto porcentual, debido a factores estacionales que se concentran hacia fines de año. La estimación anual se ubica en torno a 16%, muy cerca de la meta propuesta por el Banco de México a principios de 1997 (15%).

5. Mercado cambiario

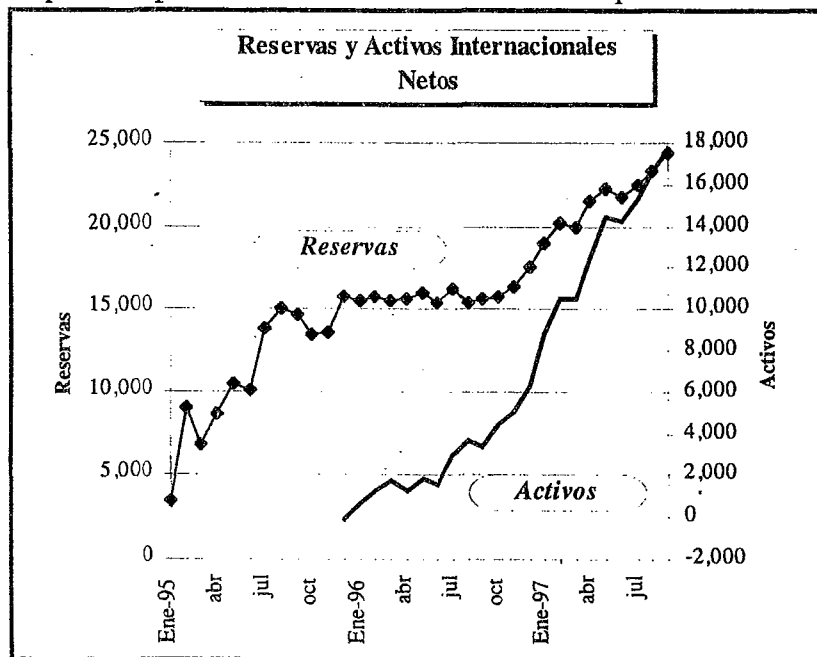
El signo más notorio del mercado cambiario fue la estabilidad nominal de la paridad, lo que significó una apreciación del peso en términos reales de 9% en los primeros nueve meses del año. El valor



máximo alcanzado (en una jornada) durante los primeros nueve meses de 1997 fue de 8.1 pesos por dólar y el mínimo 7.4 unidades, a mediados de septiembre, que resultó la cotización más baja desde octubre de 1996, aunque posteriormente recuperó sus niveles previos.

El mecanismo de subastas de divisas implementado con el propósito de absorber el excedente de dólares en el sistema financiero, evitar la apreciación real del peso y acumular activos en el Banco Central,¹⁰ redujo la cantidad a subastar a partir de septiembre,

después de que se había venido incrementando paulatinamente desde los 130 millones de dólares



mensuales iniciales, en agosto de 1996. Así, se fijó un monto de 400 millones de dólares (en lugar de 500 millones) de opciones de venta al Banco de México, que podrán ejercerse durante el mes de octubre. Después de que el 30 de septiembre se subastaron los 400 millones de dólares, se prevé que en caso de que el 80% o más de ellas se ejerza antes del 16 de octubre, se realizará una subasta adicional de opciones por otros 400 millones de dólares.

En poco más de un año (de principios de agosto de 1996 a mediados de agosto de 1997) se han ejercido derechos de

¹⁰ Véase CEPAL, *México: Informe de la coyuntura económica, Primer semestre de 1997*, (LC/MEX/R.593), 16 de abril de 1997, pág. 15.

opciones por un monto superior a 4,000 millones de dólares. Ello contribuyó a que los activos internacionales del Banco de México registraron un ascenso vertiginoso, al pasar de 6,313 millones de dólares a finales de 1996 a un poco más de 18 millones a fines del tercer trimestre de 1997; así, la meta que se tenía para todo el año (2,500 millones de dólares) se rebasó con creces, gracias a las mencionadas entradas de capital de corto plazo. Esta acumulación de reservas ha permitido al Banco de México fortalecer su posición ante eventuales periodos de nerviosismo en el mercado cambiario; coadyuvando al mejoramiento de los términos de contratación de los financiamientos del exterior. La compra de divisas por parte del Banco Central tanto a instituciones de crédito como a PEMEX representaron el 31% y 46% respectivamente (véase el cuadro 7).

El significativo aumento de los activos internacionales netos y la apreciación real del peso, ambos fenómenos resultantes del dinamismo de los flujos de capital, llevaron al Banco de México, a partir de septiembre de 1997, a implementar medidas para desalentar una excesiva acumulación de tales activos, reconociendo que de continuar con dicha política se estaría desaprovechando el ahorro externo para el desarrollo económico. Como se dijo antes, tales medidas consisten en poner "largo" al sistema, con lo que se desalentaría la entrada de capitales.

Cuadro 7

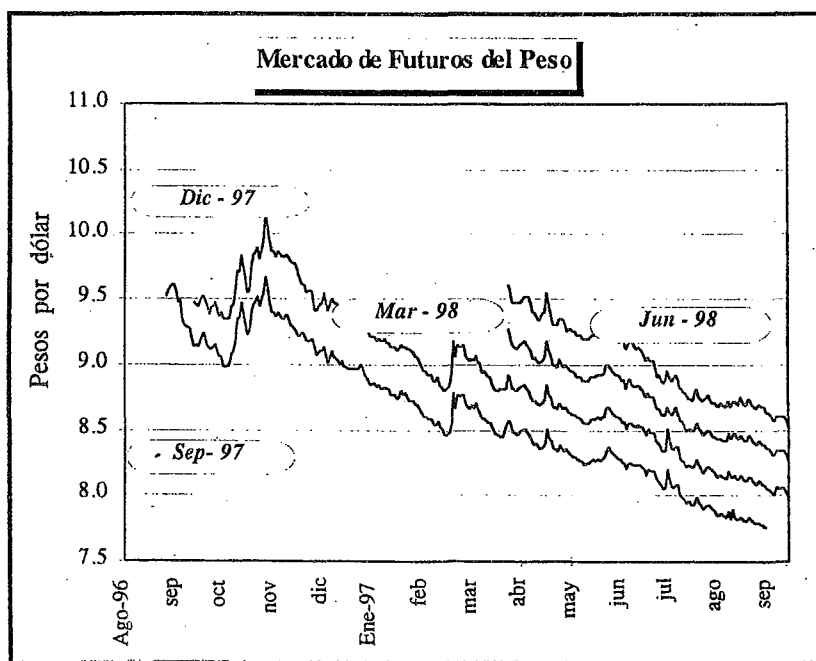
**EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS INTERNACIONALES NETOS
DEL BANCO DE MÉXICO
(Julio-septiembre de 1997)**

Ingresos	Millones de dólares	Egresos	Millones de dólares
1) Compra de divisas al gobierno para liquidación anticipada de pasivos del Banco de México con FMI	762	1) Venta de divisas al gobierno federal para servicio de la deuda externa	485
2) Incremento neto del cambio de valor en términos de dólares de otras divisas que integran los activos y pasivos internacionales de la Institución, etc.	332	2) Venta de divisas a PEMEX	779
3) Compra (opciones de venta) a instituciones de crédito	1,549	3) Disminución neta del cambio de valor en términos de dólares de otras divisas que integran los activos y pasivos internacionales de Banxico	17
4) Compra de divisas a PEMEX	2,305	4) Pago de intereses al FMI	109
Total	4,948	Total	1,390
		Ingresos netos III trimestre 1997:	3,558
		+ Saldo al 4 de julio 1997:	14,568
		= Saldo al 3 de octubre de 1997:	18,126

Fuente: CEPAL, sobre la base de estados de cuentas del Banco de México.

Es importante destacar, tal como apunta el instituto central, que el uso del "largo" es eficaz para influir en la dinámica de los capitales de corto plazo (y, por tanto, en el tipo de cambio) que ingresan en el mercado de dinero. La medida no podría evitar la apreciación real del peso si ésta es causada por la inversión extranjera directa o en el mercado de valores, o el endeudamiento externo de mediano y largo plazos, pues estos ingresos de capital responden a factores que prácticamente no son afectados por la política monetaria.

En síntesis, las señales emitidas por la autoridad monetaria probablemente causarán un descenso en los flujos de capital de corto plazo, lo que tendería a detener la apreciación real del peso, aunque por otro lado es factible que en el resto del año continúe el auge de la inversión extranjera directa y en el mercado accionario debido a las favorables expectativas sobre el crecimiento de la economía y por el exceso de liquidez que existe en los mercados internacionales. De hecho, una tendencia descendente de las tasas de interés tornaría más atractiva la inversión en el mercado de capitales, lo que podría acelerar --no sin cierto riesgo-- el crecimiento del índice de precios y cotizaciones de la bolsa de valores.



Perspectivas

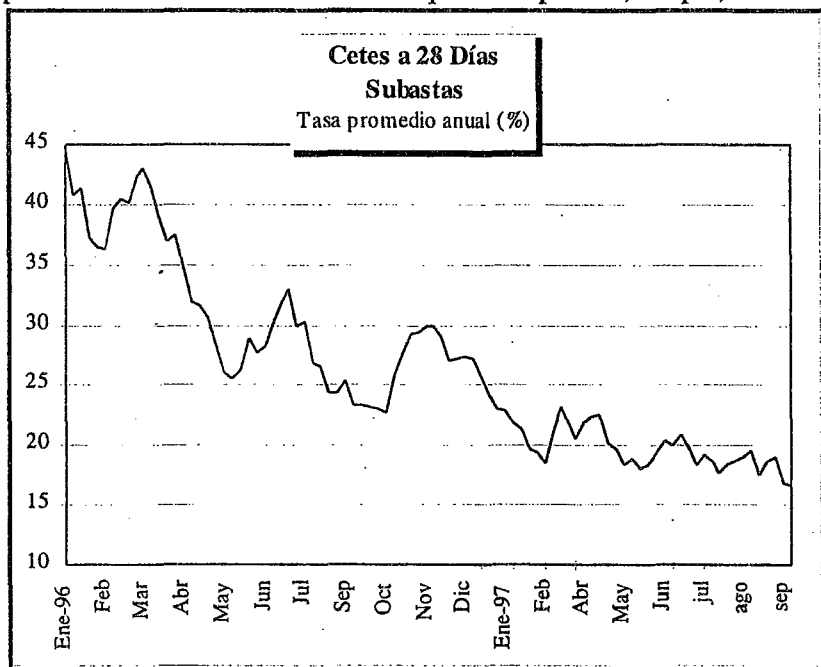
En el mercado de futuros, la fortaleza del peso se observa en las operaciones a diciembre de 1997, ubicando a la cotización en 8.02 pesos por dólar; para marzo de 1998 la paridad cambiaria se coloca en 8.31; para junio de 1998 en 8.58 y para septiembre del mismo año en 8.82 pesos por dólar. Tales precios reflejan cierta tendencia a la baja en todos los plazos del mercado de cambios, lo que corroboran las tendencias observadas en 1997.

6. Mercados de dinero y de capitales

A pesar de que la economía se viene reactivando desde 1996 y de que la captación bancaria y el ahorro financiero (M4 menos billetes y monedas) van en ascenso (entre agosto de 1996 y agosto de 1997 crecieron 25% y 33% nominal respectivamente), el crédito otorgado por la banca comercial al sector privado cayó 11.2% en términos nominales durante el mismo período.¹¹ Si bien el financiamiento total a los sectores público y privado durante este periodo creció 8% (siempre en términos nominales), ello se explica fundamentalmente por el crédito recibido por Fobaproa y por las reestructuras en Udis (Cetes especiales), que no tienen impacto directo en la actividad productiva.

El financiamiento de NAFIN a la pequeña empresa también se ha reducido. Los préstamos otorgados durante los primeros siete meses del año se redujeron 39% real. Por sector económico, los recursos asignados a la industria en enero-julio se contrajeron 31% real, mientras que en el comercio el descenso fue de 76% y en los servicios de 61%. Algunas empresas medianas y grandes han optado por el crédito externo (asumiendo el riesgo cambiario) para financiar el proceso productivo o para liquidar deudas.

El hecho de que la captación se recupere, mas no el crédito, es indicativo de dos fenómenos básicos que se refuerzan mutuamente: del lado de la demanda, la explicación de la atonía del financiamiento parecen ser las todavía inciertas expectativas sobre la fortaleza y sostenimiento de la recuperación económica; del lado de la oferta, es evidente que los bancos están siguiendo ahora una política crediticia más cautelosa que en el pasado, lo que, entre otras cosas, se expresa en una amplia



brecha entre las tasas pasivas y las activas. Un indicador del piso de las tasas activas lo proporciona una estimación del costo del dinero en la banca que, a mediados de septiembre se ubicaba en 31% (sin considerar reciprocidad), tomando como referencia base a la tasa de interés interbancaria promedio.¹²

Mercado de Dinero

A pesar de que parte del público tenía expectativas de inestabilidad en los mercados financieros por el proceso electoral de julio, las entradas de capital conservaron un ritmo ascendente. Esto favoreció la caída de las tasas de interés nominales; por ejemplo, la de Cetes a 28 días pasó de 27% en diciembre de 1996 a menos de 17% en septiembre de 1997. El promedio de las

¹¹ La tasa de inflación durante el mismo lapso fue de 20%.

¹² Véase *Tendencias económicas y financieras*, Vol. XI, No. 541, 15 de septiembre de 1997.

tasas en las colocaciones primarias en los primeros nueve meses fue de 20.5%, con una máximo de 23.5% en enero y un mínimo de 16.7% en septiembre.

La mayor liquidez en el mercado de dinero favoreció la colocación de valores gubernamentales de renta fija, observándose un incremento en la demanda de instrumentos con vencimientos mayores a dos años (principalmente de inversionistas nacionales) en vista de una expectativa de inflación a la baja; ello además contribuyó a evitar presiones especulativas en las tasas de fondeo por el excedente de recursos.

En el periodo enero-septiembre de 1997, el monto de valores gubernamentales en poder del público se incrementó 72% en términos nominales respecto al 31 de diciembre de 1996. La circulación de Certificados de la Tesorería (Cetes) se duplicó en el lapso referido, representando la mitad del total en circulación. Le siguieron los Bonos de Desarrollo (Bondes) con una participación de 32%, los bonos denominados en Unidades de Inversión (Udibonos) con 11% y los Bonos Ajustables (Ajustabonos) con 7% (véase el cuadro 8). Cabe señalar por último que la tenencia de valores gubernamentales se concentró en empresas privadas y particulares (casas de bolsa y posibles residentes extranjeros), que representaron el 95% de la colocación total de deuda interna en valores del gobierno.

Cuadro 8

**CIRCULACIÓN DE VALORES GUBERNAMENTALES
EN PODER DEL PÚBLICO**

(Saldos a valor de mercado a fin de período, millones de pesos)

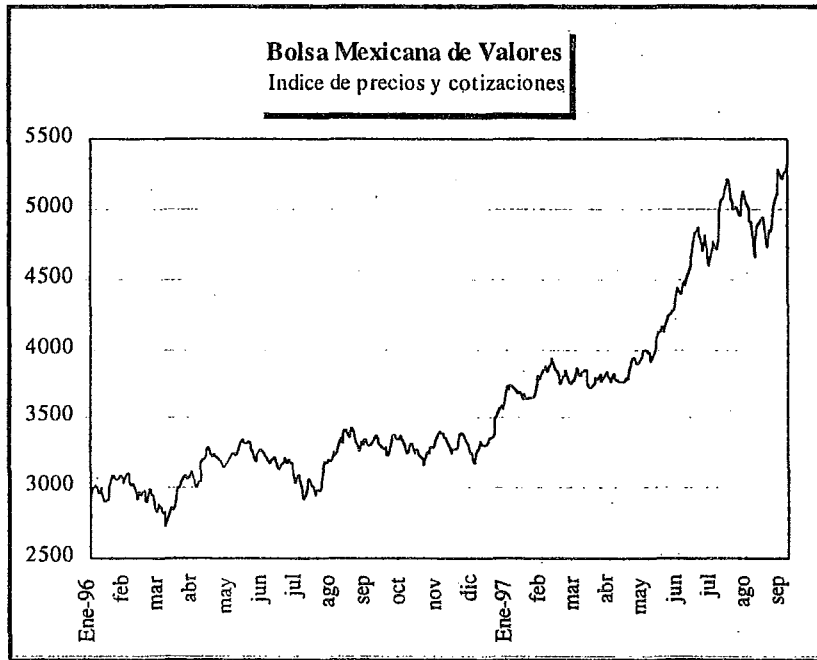
	1996	1997								
		Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre
Cetes	59,148	59,587	61,710	62,116	84,737	93,841	99,832	110,362	119,625	131,654
Bondes	59,523	62,885	65,659	67,473	69,588	71,821	74,622	78,184	81,252	82,643
Ajustabonos	26,252	24,629	23,384	21,807	19,805	18,970	17,502	16,731	16,912	16,813
Udibonos	5,357	7,252	9,778	12,570	15,686	17,610	19,935	22,787	25,429	27,808
TOTAL	150,280	154,353	160,531	163,966	189,816	202,242	211,891	228,064	243,218	258,918

Fuente: CEPAL, sobre la base de Boletines del Banco de México, varios números.

Mercado accionario

El comportamiento del mercado de capitales fue favorable debido principalmente al crecimiento de los flujos foráneos, alentados por la positiva evolución macroeconómica, los pagos anticipados de deuda de corto plazo y el exceso de liquidez en los mercados internacionales. Así, el Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores (IPyC) ascendió 58% en los primeros nueve meses del año, lo que, dada la estabilidad del tipo de cambio, significó una ganancia en dólares equivalente prácticamente al ascenso del IPyC.

De este modo, el mercado de valores de México fue uno de los que mayores rendimientos logró a nivel mundial en lo que va del año. A nivel sectorial, las cotizaciones accionarias más dinámicas fueron las de comunicaciones y transportes, el comercio, los conglomerados (holdings), la minería, transformación, construcción y servicios financieros. En los primeros nueve meses del año 19 empresas nacionales han realizado ofertas públicas accionarias por un importe superior a 5,000 millones de pesos.



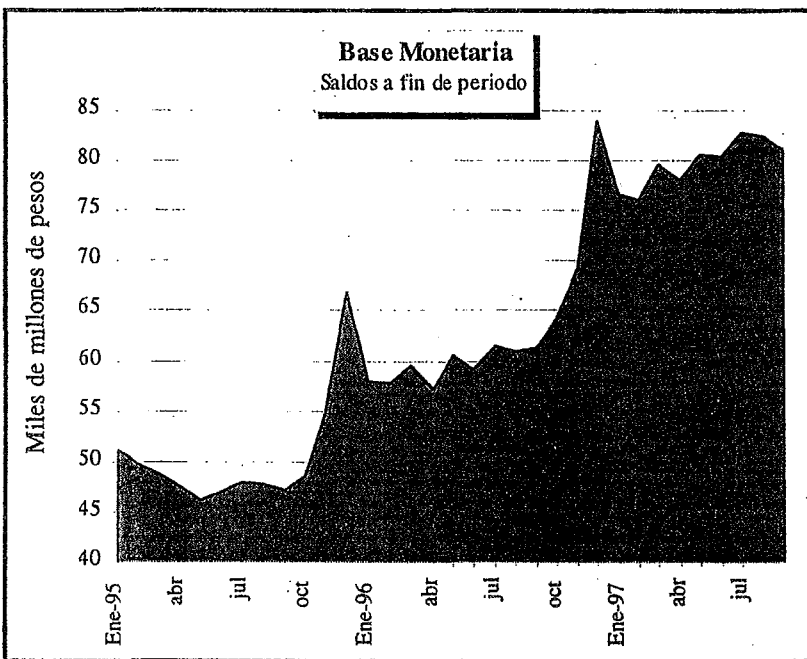
Al cierre del séptimo mes del año, el saldo de la inversión extranjera total en el mercado de dinero y de valores sumó 53,394 millones de dólares, lo que representó un avance de 55% respecto a diciembre de 1996. De este monto, el 93% se había colocado en títulos de renta variable; el 7% restante se dirigió a instrumentos del mercado de dinero.

Perspectivas

De continuar la tendencia a la baja en la inflación, se espera que la tasa de interés líder pasiva (Cetes 28 días) continúe por debajo de 20%, lo que en términos reales significaría una reducción respecto a 1996. En el caso de las tasas activas, la falta de una solución duradera de la problemática del sector bancario sugiere que se mantendrán todavía elevados márgenes respecto de las pasivas. Es factible que en lo que resta de 1997 se produzca un ligero ajuste a la baja en la bolsa de valores, debido a que algunas acciones han rebasado niveles realistas en su cotización. El mercado bursátil muestra una alerta por la correlación del IPyC con el Dow Jones, por lo que si en la reunión de noviembre la Reserva Federal de Estados Unidos eleva la tasa de interés, los inversionistas podrían alterar la estructura de sus portafolios y propiciar el ajuste en la Bolsa de Valores de México.

7. Sector financiero

A pesar de que existen signos favorables (como la obtención de utilidades por 2,500 millones de pesos en el segundo trimestre del año), la banca nacional se encuentra lejos de recuperar cabalmente su papel como intermediario financiero. Las instituciones de crédito enfrentan el reto de sanear su cartera, volver a atraer clientes confiables y competir para abaratar el costo del fondeo; pero al mismo tiempo no terminan de emerger del daño a los activos crediticios. Durante los primeros siete meses del año, la captación acumula un incremento de 90 mil millones de pesos --10.6% de crecimiento nominal--, mientras que el crédito fluye con lentitud al sector productivo.



A partir de enero de 1997, y de acuerdo con las instrucciones de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), las instituciones financieras iniciaron la utilización de una nueva metodología para el registro contable de sus operaciones.¹³ El propósito es homologar la normatividad contable aplicable a las instituciones de crédito, con principios de contabilidad generalmente aceptados a nivel internacional.

Los cambios más significativos se realizaron en la clasificación y registro de la cartera vencida, en la valuación a mercado de los instrumentos financieros y en el reconocimiento integral de los efectos de la inflación en los estados financieros de las instituciones. Esto significa que las reglas prevalecientes hasta diciembre de 1996 no sean totalmente comparables con la nueva disposición vigente a partir de enero de 1997 en lo que respecta a los estados financieros de las instituciones de crédito.

A partir de esta nueva metodología, se reconoce como cartera vencida a la totalidad del adeudo y no solo las amortizaciones no pagadas del crédito, por lo que la banca ya no devenga intereses por esa cartera vencida, como era el caso con la contabilidad que rigió hasta diciembre de 1996. Como consecuencia de la aplicación de estos nuevos criterios contables, las cifras de cartera vencida son superiores en poco más del doble a las registradas por la banca al cierre de 1996.

Al término del segundo trimestre del año el saldo de la cartera vencida de la banca ascendió a 103,207 millones de pesos, lo que representó un incremento nominal de 2.9% respecto de las

¹³ Véase CNBV, *Boletín Estadístico de Banca Múltiple*, marzo de 1997.

cifras del primer trimestre. Dado el aumento nominal de 2.5% en la cartera crediticia total, el índice de morosidad permaneció estable durante el primer semestre del año (13.1%), aunque elevado de acuerdo con estándares internacionales recomendados por el Banco Internacional de Pagos (no más de 4%). Algunas instituciones registraron reducciones de cartera vencida como consecuencia de los avances en la reestructuración de créditos. De hecho, de acuerdo con la CNBV, entre mayo y junio la cartera vencida se redujo sin que hubiera compras de activos, lo cual sucede por primera vez a nivel sistema desde principios de 1995. Los índices de morosidad más elevados se encuentran en los créditos a la vivienda (57%) y al consumo (34%), en ambos casos, muy probablemente vinculados al sobreendeudamiento de las familias que se fue gestando en los años previos al estallamiento de la crisis (véase los cuadros 9 y 10).

Programa de rescate de carreteras. Uno de los elementos centrales de la política económica de los años recientes ha sido la desincorporación de empresas y servicios públicos. En este marco, el programa de construcción y concesionamiento de autopistas, iniciado a principios de los noventa, arrojó resultados espectaculares en materia de ampliación de la red de autopistas, al construirse más de 4,000 kilómetros en un plazo de 5 años. Sin embargo, la crisis de 1995 puso en evidencia una serie de problemas estructurales de dicha estrategia. Más allá de la excesiva celeridad, que originó fallas en los cálculos de los aforos vehiculares, problemas técnicos y de operación y elevación del presupuesto original, el programa de autopistas, financiado con recursos de bancos privados principalmente, se convirtió en una de las fuentes principales de cartera bancaria vencida, por lo que, ya desde 1995, se implementaron programas para reestructurar la cartera de los acreedores (empresas constructoras, contratistas y concesionarios principalmente).

Cuadro 9

BANCA COMERCIAL: CARTERA DE CRÉDITO Y PROVISIONES
(Millones de pesos)

	1995	1996	1997*	
	Diciembre	Diciembre	Marzo	Junio
Cartera total (CT)	656,595	741,068	765,659	784,847
Cartera vencida (CV)	46,326	47,503	100,322	103,207
Provisiones preventivas (PP)	33,610	53,811	56,504	58,836
Índice de morosidad: (CV/CT), %	7.06	6.41	13.10	13.15
PP/CV, %	72.6	113.3	56.32	57.01
Índice de capitalización, %	12.06	13.06	15.8	16.4

*Ver nota metodológica

Nota: No incluye las cifras de Inverlat, Unión, Cremi, Centro, Banpaís, Oriente, Obrero, Interestatal, Sureste, Capital, Promotor del Norte y Anáhuac.

Fuente: Elaborado sobre la base de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, *Boletín estadístico de Banca Múltiple*, junio de 1997.

Sin embargo, el lento saneamiento de la cartera y las pérdidas operativas en que estaban incurriendo una veintena de autopistas motivó a las autoridades financieras a seguir una nueva estrategia, mediante el Programa de Consolidación de Autopistas Concesionadas. Este programa

consiste en el rescate financiero de 23 autopistas calificadas de inviables, a las que se les indemnizará a través de un fideicomiso a cargo del Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos; el rescate tendrá un costo fiscal de 18,800 millones de pesos. A partir de septiembre el Gobierno Federal retomó el control de 23 de las 29 autopistas de cuota concesionadas desde hace cuatro años al sector privado; adicionalmente, con el fin de aumentar los ahora reducidos aforos en varias de las rutas, el gobierno anunció la reducción de las cuotas en ciertas autopistas; 15% para automóviles, 35% para camiones de carga y otros ajustes por definir para los autobuses, en función de convenios tarifarios.

Los pasivos de las concesionarias que asumió el fideicomiso serán de 60 mil millones de pesos. Vía fiscal, el Gobierno proyecta erogar en un plazo de varios años 18,800 millones de pesos, e ingresar 40,800 millones por la operación de las autopistas, en un escenario donde plantea un crecimiento (moderado) de entre 3 y 4%, y una tasa real de interés de largo plazo de 6.5%.

De acuerdo con el gobierno, los factores que suscitaron la inviabilidad del régimen de concesiones se atribuyen a que los proyectos estuvieron mal presupuestados y fueron incompletos, los derechos de vía no fueron asegurados, los aforos fueron sobrestimados y las tarifas se fijaron demasiado elevadas en diversas carreteras. Adicionalmente, la crisis económica de 1995 exacerbó la, ya de por sí, crítica situación, al provocar un fuerte incremento en las tasas de interés. Ello propició la inviabilidad de varios proyectos y los constructores tuvieron que acogerse a una cláusula de títulos de concesión para salvar la infraestructura. La medida de rescate también se justifica ante la posibilidad de una crisis de pagos de las concesionarias, quiebras en la industria de la construcción y efectos nocivos en el sector financiero, en donde la cartera vencida de los concesionarios representa un alto porcentaje del total de créditos morosos.

Después de haber entrado en operación en julio de 1997 las 17 AFORES habían afiliado a más de 9 millones de trabajadores. Estimaciones de la CONSAR indican un mercado total potencial para 1997 de poco más de 11 millones de trabajadores, por lo 83% ya tiene una cuenta individual. Asimismo se estima que de 2 a 2.5 millones de trabajadores quedarán en la Cuenta Concentradora del Banco de México.

En cuanto a la venta de activos en poder de FOBAPROA, a fines de Octubre se realizará otra operación importante. Como se sabe, Valuación y Venta de Activos (VVA) es la agencia de FOBAPROA encargada de colocar en el mercado la cartera que el gobierno compró a los bancos con recursos fiscales, tras la crisis del sistema a fines de 1994. Hasta ahora, se han llevado a cabo dos subastas, la primera, por un monto de cartera valuada en 135 millones de pesos, ofrecida apenas en 66.8 millones de pesos, y la segunda, con un importe de 23.9 millones de dólares se vendió en 22.9. La siguiente subasta preparada para los últimos días de Octubre será la de un bien inmueble, que de acuerdo a la valuación, arrojó un precio de entre 23 y 25 millones de dólares.

Perspectivas

La viabilidad del programa de rescate carretero dependerá de una variedad de factores, entre los que destacan los supuestos sobre el crecimiento económico, que constituye un factor central para la

actividad del transporte carretero. Queda por ver si los descuentos que se ofrecen serán lo suficientemente atractivos para incrementar el aforo al punto de hacer rentables a las carreteras. De otra forma, sería transferir el problema de inviabilidad económica del sector privado al público. Por otro lado, debe considerarse el aumento en el costo fiscal de los programas de rescate a banca y deudores emprendidos desde 1995, que, en el caso de las autopistas concesionadas, antes de este nuevo programa, ascendía a 26,000 millones de pesos. Es muy factible que el costo fiscal de los apoyos a banca y deudores se eleve a causa del citado programa que, hasta mediados de 1997, ascendía a un estimado de 8.5 puntos del PIB.¹⁴

¹⁴ Standard and Poor's calcula que el costo fiscal se podría elevar a 12%. Véase Reforma, 18 de septiembre de 1997, página 1A.

CUADRO 10
CARTERA DE CRÉDITO POR MONEDA *
 (Saldos corrientes en millones de pesos)

Junio 1997 a/			
Concepto	Moneda nacional	Moneda extranjera	Total
Cartera de crédito total	589,168	195,680	784,847
Cartera de crédito vigente	500,620	181,021	681,640
Comercial	106,237	134,094	240,331
Interbancaria	109	2,115	2,224
Vivienda	34,619	5	34,624
Consumo	15,167		15,168
Crédito al Fobaproa por venta de cartera	194,635	41,585	236,221
Reestructurada	139,847	578	140,426
Otros vigentes	10,004	2,644	12,648
Cartera de crédito vencida	88,548	14,659	103,207
Comercial	20,807	10,047	30,854
Vivienda	19,834	4	19,838
Consumo	5,252	1	5,253
Reestructurada	33,022	35	33,057
Otros vencidos	9,633	4,573	14,206
INDICE DE MOROSIDAD (%) b/			
	MN	ME	Total
Total	15.0	7.5	13.1
Comercial	19.6	7.5	12.8
Vivienda	57.3	90.7	57.3
Consumo	34.6		34.6
Reestructurada	23.6	6.0	23.5

* No incluye cifras de: Banco Inverlat, Unión, Cremi, Centro, Banpaís, Oriente, Obrero, Interestatal, Sureste, Capital, Promotor del Norte y Anahuac en tanto no se regularice su situación.

a/ A partir de diciembre de 1995, consolidado con fideicomisos UDIS.

b/ Cartera vencida / cartera total.

Fuente: Elaborado sobre la base de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, *Boletín estadístico de Banca Múltiple*, junio de 1997.

8. Sector externo

En el sector externo los dos hechos más notorios fueron la abundancia de recursos financieros del exterior y el deterioro del superávit comercial. No obstante, persistió el dinamismo de las exportaciones a tasas de dos dígitos, aunque las importaciones se aceleraron por encima de 20%.

Las favorables expectativas de los inversionistas extranjeros sobre la evolución económica del país, así como los elevados rendimientos en los mercados financieros nacionales en un marco de estabilidad cambiaria, han determinado una fuerte entrada de inversión extranjera en 1997.¹⁵ De acuerdo con cifras preliminares, la inversión extranjera ascendió a 12,700 millones de dólares en los primeros seis meses de 1997, reflejando una tendencia muy superior a la del mismo período de 1996. De esa cifra, casi 4,000 millones (31%) correspondió a inversión directa y el resto a inversión de cartera (colocaciones de bonos en el extranjero e inversión en el mercado accionario). Del total de la inversión extranjera directa, a la industria manufacturera le correspondió alrededor de dos tercios y a los servicios alrededor de un cuarto.¹⁶

Cuadro 11

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA Y DE CARTERA

(Millones de dólares)

	1995	1996	1997
			I
Total	-188	21,773	3,679
Directa	9,526	7,619	860
De cartera	-9,715	14,154	2,819
Mercado accionario	519	2,995	949
Valores moneda nacional	-13,860	908	359
Valores moneda extranjera a/	3,626	10,251	1,511

Fuente: Banco de México, *Indicadores Económicos* y boletines diversos.

a/ Emisiones de bonos, pagarés, etc. en el mercado internacional.

Nota: La cifra de inversión extranjera directa normalmente se revisa hacia arriba

La cuenta corriente de la balanza de pagos registró al cierre del primer semestre un déficit de 1,667 millones de dólares, que revirtió el resultado positivo por 450 millones que se había registrado en 1996 (el superávit en cuenta de capital fue de 4,200 millones de dólares). La razón fundamental que explica este déficit es el mayor dinamismo de las importaciones sobre las exportaciones que se

¹⁵ La crisis financiera en algunos países del sudeste asiático también pudo haber influido en favorablemente en las entradas de recursos al mercado mexicano.

¹⁶ Véase Poder Ejecutivo Federal, *Tercer Informe de Gobierno 1o de septiembre de 1997*, Anexo, México, 1997

viene observando desde 1996, que empieza a dar resultados negativos en los saldos mensuales de la cuenta comercial, todo ello se vincula con la apreciación real del peso.

El saldo de la cuenta corriente al primer semestre fue resultado de un superávit de 2,091 millones de dólares en la cuenta comercial, egresos por 6,369 millones de dólares por servicios factoriales e ingresos netos de 280 millones por servicios no factoriales y 2,331 por transferencias netas. En los servicios factoriales fue preponderante el pago de intereses por la deuda externa, que disminuyó respecto al mismo lapso de 1996 debido a las menores tasas de interés internas y externas y la disminución del saldo promedio de la deuda externa del sector público. Esto último se debió tanto a un desendeudamiento externo neto, como a la apreciación del dólar frente a otras monedas en las que está denominada parte de los pasivos de México con el exterior. Todo ello originó una disminución en los pagos de intereses medidos en dólares.¹⁷

Cuadro 12
COMERCIO EXTERIOR DE BIENES
(Millones de dólares)

	1995	1996	Variación (%)	Ene-ago 1996	Ene-ago 1997	Variación (%)
Exportaciones totales	79,543	95,948	20.6	61,338	70,829	15.5
Petroleras	8,422	11,659	38.4	7,193	7,557	5.1
No petroleras	71,120	84,289	18.5	54,145	63,272	16.9
Manufacturas	66,558	50,248	20.6	51,161	60,180	17.6
Agropecuarias	4,016	3,592	-10.6	2,686	2,766	3.0
Extractivas	545	449	-17.6	298	326	9.6
Importaciones totales	72,453	89,533	23.5	56,490	68,827	21.8
Bienes de consumo	5,335	6,657	24.5	3,961	5,352	35.1
Bienes intermedios	58,421	71,953	23.2	45,794	54,093	18.1
Bienes de capital	8,697	10,922	25.6	6,734	9,381	39.3
Saldo	7,090	6,415	-9.5	4,849	2,002	-58.7

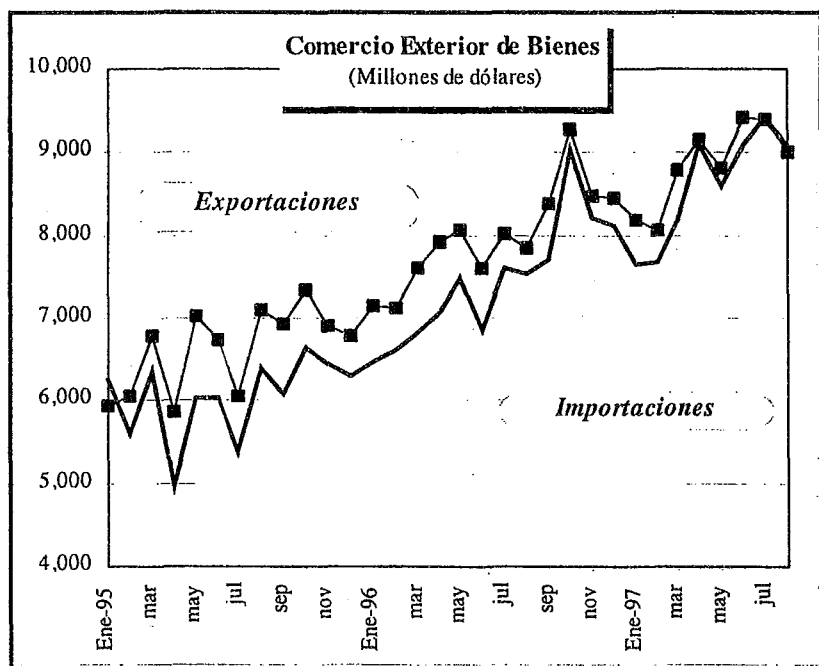
Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras del INEGI y de la SHCP.

p/ Cifras preliminares.

Gracias a la competitividad derivada de la devaluación de diciembre de 1994, durante 1995 y 1996 las exportaciones registraron un gran dinamismo y evitaron un deterioro mayor de la producción. Sin embargo, desde la segunda parte de 1996 se observa una disminución en su ritmo de crecimiento, en parte debido a la apreciación del peso. Ésta última incide también en la

¹⁷ Véase Banco de México, *La cuenta corriente de la balanza de pagos*, segundo trimestre de 1997, 8 de septiembre de 1997, Boletín de prensa Núm. 89.

recuperación de las importaciones, alentadas además por la reactivación de la economía que se constata desde 1996, propiciando que el saldo superavitario de la balanza comercial tienda a la baja.



cuadro 12)

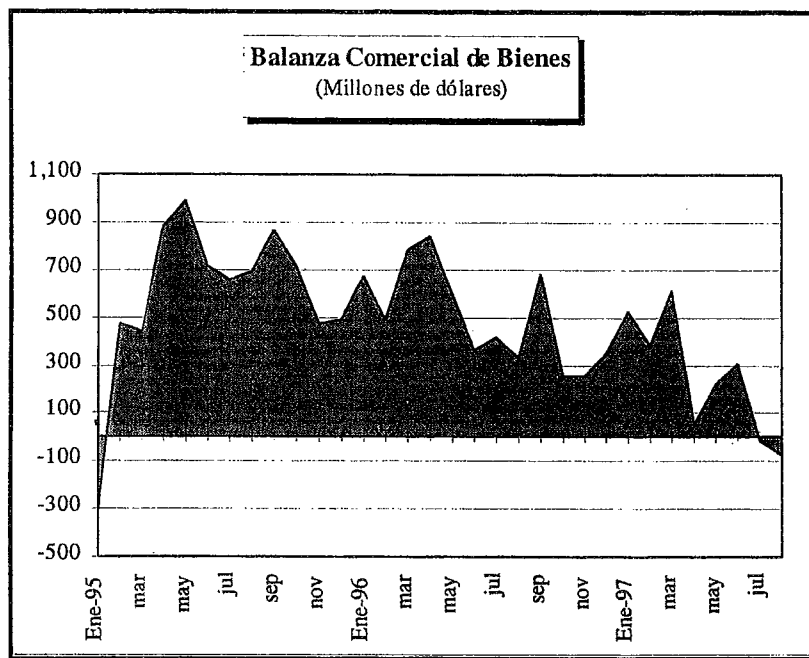
El sostén de las exportaciones ha sido sobre todo el dinamismo de las manufactureras, que crecieron 17.6% en enero-agosto (las de maquila crecieron 22% y las de la industria no maquiladora 14%). A diferencia de 1996, las exportaciones automovilísticas se retrajeron debido a la recuperación del mercado interno. Sin considerar este rubro, las exportaciones manufactureras crecieron por arriba de 20% en enero-agosto. Las exportaciones petroleras resintieron el efecto de la baja en las cotizaciones del petróleo, por lo que su tasa de crecimiento fue de sólo 5% en los primeros ocho meses del año. La venta al exterior de bienes manufacturados (incluyendo maquila) sigue siendo la más importante, al representar 85% del total.

Por otro lado, debe considerarse la desaceleración de la economía de Estados Unidos, que pasó de un crecimiento de 4.9% en el primer trimestre a otro de 3.3% en el segundo trimestre, lo que sin duda también puede ser motivo para la disminución de las ventas externas, toda vez que la mayoría de estas se dirigen al mercado estadounidense.

El avance mostrado por la economía nacional desde 1996 y la disminución de la competitividad de los productos nacionales con respecto a los importados a consecuencia de la apreciación real del peso ha propiciado la aceleración de las importaciones. Durante los primeros ocho meses del año destacó el crecimiento de las de bienes de capital (39%), siguiéndole los bienes de consumo (35%) y los intermedios (18%). No obstante, los bienes intermedios siguen gravitando fuertemente en el total (79%), seguidos de los de capital (14%) y los de consumo (8%), lo que muestra una fuerte dependencia externa de la planta productiva en cuanto a sus necesidades de insumos y materias primas. Una muestra de la recuperación del mercado interno es que las

Así, el saldo de la balanza comercial se redujo de 4,849 millones de dólares en enero-agosto de 1996 a 2,002 millones en el mismo lapso de 1997. El valor de las exportaciones totales fue 15.5% superior a la cifra obtenida en el mismo lapso de 1996, en tanto que las importaciones se incrementaron 22%. Vale destacar que en julio y agosto se registraron, por primera vez desde enero de 1995, saldos negativos (si bien menores) en las transacciones comerciales con el exterior, que probablemente se mantendrán en lo que resta del año y durante 1998 (véase el

importaciones de intermedios y de capital realizadas por empresas no exportadoras aumentaron 17% y 39%, respectivamente, en el período referido. Para las empresas exportadoras los aumentos respectivos fueron de 19% y 40%.



La zona del tratado de Libre comercio de Norteamérica (TLC) siguió concentrando la enorme proporción del comercio internacional de México (87% de las exportaciones y 73% de las importaciones). El superávit acumulado con Canadá y Estados Unidos durante los primeros siete meses fue de 9,195 millones de dólares, menor al de 10,283 millones obtenido en el mismo lapso de 1996.

Perspectivas

Al ponerse en práctica las medidas anunciadas por el Banco Central en cuanto a inducir tendencias a la baja en las tasas de interés (véase la sección 1c), se esperaba que disminuyera el ritmo de entradas de capital de corto plazo al mercado de dinero. Sin embargo, se prevé que sigan ingresando al país montos importantes de inversión directa, situación explicada principalmente por un entorno económico favorable y la liquidez imperante en los mercados internacionales, que, en particular, se está dirigiendo hacia los mercados emergentes de América Latina, ante la crisis financiera de algunos países asiáticos. Ante ello se prevé que ingresen un monto superior a los 20,000 millones de dólares de inversión extranjera en el conjunto de 1997. Con base en el deterioro estimado de la balanza comercial durante la segunda mitad del año, se calcula un déficit en cuenta corriente superior a 4,000 millones de dólares entre julio y diciembre, con lo que para todo 1997 ascendería a cerca de 6,000 millones, cifra equivalente a 1.6% del PIB. Se espera también un flujo de inversión extranjera directa en torno a ocho mil millones de dólares.