

Distr.
RESTRINGIDA

LC/MEX/R.567
17 de julio de 1996

ORIGINAL: ESPAÑOL

C.1

CEPAL

Comisión Económica para América Latina y el Caribe



MEXICO: INFORME DE LA COYUNTURA ECONOMICA

Primer semestre de 1996

Este documento no ha sido sometido a revisión editorial.

96-7-44



INDICE

	<u>Página</u>
PRESENTACION	v
RESUMEN	1
1. Política económica	3
2. Finanzas públicas	6
3. Actividad económica y empleo	11
4. Precios y salarios	16
5. Mercado cambiario	19
6. Mercados de dinero y de capitales	23
7. Sector financiero	29
8. Sector externo	36
Anexo: Nota técnica. Consideraciones sobre la medición del crédito interno neto del Banco de México	41

PRESENTACION

La crisis de la economía mexicana iniciada después de la devaluación del peso en diciembre de 1994 modificó drásticamente el escenario macroeconómico del país, que entró en una fase de inestabilidad en la que se han sucedido cambios abruptos en el comportamiento de variables clave, como el producto, el empleo, los precios, el tipo de cambio y las tasas de interés.

En el marco de tal coyuntura, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) ha considerado oportuno el seguimiento sistemático de la evolución de corto plazo de la economía de México, por lo que a partir de 1995 ha venido elaborando informes trimestrales —de circulación interna— de la coyuntura económica. Con este número, correspondiente al cierre del primer semestre de 1996, se inicia una difusión más amplia de dicho esfuerzo.

El propósito básico es dar a conocer a los lectores una evaluación cualitativa y cuantitativa sobre la evolución reciente de la economía mexicana. En tal sentido, este reporte complementa a otras publicaciones que sobre la economía mexicana realiza la CEPAL, las que cubren normalmente un período de un año.

El énfasis del informe es macroeconómico, aunque se aborda también la perspectiva sectorial. Dentro del ámbito macro se privilegia el seguimiento de indicadores que por su naturaleza son proclives a cambiar en períodos muy cortos, pero que además tienen una incidencia clave sobre el comportamiento global de la economía, como son los precios, las tasas de interés y el tipo de cambio. Asimismo, con el fin de ser lo más sintético posible, el reporte es más descriptivo que analítico e incluye una cantidad importante de información gráfica de rápida consulta.

El informe inicia con un breve resumen y después contiene ocho apartados: política económica, finanzas públicas, actividad económica y empleo, precios y salarios, mercado cambiario, mercado de dinero y de capitales, sector financiero y sector externo. En este primer número y por única ocasión, se ha incluido en cada sección un breve comentario sobre la situación económica en 1995, después de lo cual se aborda la coyuntura en que se desarrolló la economía en los primeros seis meses del presente año.

RESUMEN

Antecedentes, 1995

Los desequilibrios externos acumulados en los últimos años incidieron en la fuerte devaluación de la moneda a fines de 1994, lo que desató la más grave crisis de la economía mexicana desde los años treinta. El gobierno instrumentó un programa de emergencia que indujo un severo ajuste externo, y una caída de 6.2% del producto en 1995. En un marco de inestabilidad financiera y cambiaria, exacerbado por acontecimientos de índole política, la economía se desarrolló con incertidumbre y las expectativas de una recuperación hacia fines de 1995 no se cumplieron.

El programa de ajuste se centró en políticas restrictivas en lo fiscal y en lo monetario, y contó con préstamos extraordinarios del Tesoro de Estados Unidos y del Fondo Monetario Internacional, por 27,000 millones de dólares. Estos recursos fueron determinantes para la viabilidad del programa, aunque contribuyeron al fuerte aumento de la deuda externa total, cuyo saldo al fin de 1995 ascendió a más de 161,000 millones de dólares. Su servicio en el año significó una erogación de cerca de 32,000 millones.

La demanda interna se desplomó 18%, pero, gracias al dinamismo de las exportaciones (28%), la recesión fue mucho menos severa. La tasa de desempleo abierto se incrementó de 3.7% en 1994 a 6.3% en 1995, con lo que el número de desocupados ascendió a alrededor de 2 millones al fin de 1995. A pesar de las tres revisiones salariales a lo largo de 1995, la más alta inflación registrada en 8 años (52%) determinó una fuerte caída en los salarios reales: de 14% en el caso de los mínimos y de algo más en las remuneraciones promedio del sector manufacturero.

La ausencia de señales de reactivación económica después de transcurridos tres trimestres motivó la firma de la Alianza para la Recuperación Económica (ARE) y la difusión anticipada de los Criterios Generales de Política Económica para 1996. Todo ello contribuyó a atenuar la volatilidad de los mercados financieros hacia fines de 1995, cuando ataques especulativos contra el peso requirieron la intervención del Banco de México en el mercado cambiario en octubre y noviembre. La devaluación nominal del peso en 1995 superó el 50% y la real fue de 30%.

Los problemas del sistema bancario se profundizaron en 1995, lo que motivó la instrumentación de diversos mecanismos de apoyo para la banca comercial y sus acreditados. Los programas contribuyeron a mejorar los índices de capitalización de los bancos, pero fueron insuficientes para contener el aumento de los índices de morosidad. El costo de los apoyos a banca y deudores representa una erogación fiscal considerable, cuyo valor presente se estima actualmente en el equivalente al 6.6% del PIB estimado para 1996.

Primer semestre de 1996

La actividad económica observó una tendencia firme y gradual hacia la recuperación durante el I semestre de 1996. El producto cayó 1% en el I trimestre, aunque mucho menos de lo que se había

previsto; y mostró una importante recuperación en el segundo, para el que se estima un crecimiento de 5%. El despegue resulta menos impresionante al ubicarlo en la perspectiva de la reducida base de comparación representada por el II trimestre de 1995, cuando el PIB se desplomó 9.8%.

La recuperación económica fue posible gracias al mantenimiento de un alto dinamismo de las exportaciones y al repunte de las ventas internas de ciertos productos, lo que trajo consigo una tendencia a la baja en el desempleo y un repunte de las importaciones de bienes de capital e intermedios; no obstante ello, el consumo interno global sigue deprimido. Asimismo, debe destacarse el recrudecimiento de la crisis agropecuaria iniciada en 1995, que ha significado descensos importantes en las cosechas y la pérdida de decenas de miles de reses, lo que a su vez ha traído como consecuencia un notable aumento de las importaciones del sector.

La inflación siguió una tendencia a la baja en el semestre, en el que promedió 2.4% mensual, o poco más de 15% acumulada en el semestre. La tasa de enero (3.6%) fue elevada, debido a que el impacto de los aumentos de precios de algunos productos durante diciembre se extendió hasta las primeras semanas de 1996. Después, la estabilidad cambiaria fue determinante para que las presiones inflacionarias menguaran, a pesar de los fuertes aumentos a los precios de bienes básicos de fines de marzo y del incremento de 12% al salario mínimo a partir de abril, así como del aumento adicional a las gasolinas.

Los mercados financieros observaron altibajos en el I semestre de 1996, pero fueron progresivamente menos volátiles. A comienzos del año reflejaron optimismo, como consecuencia de una racha de entradas de capital foráneo; en febrero aparecieron signos de volatilidad, debidos en parte a la elevada inflación de enero y a la persistencia de la recesión económica; las tasas de interés aumentaron y la bolsa observó un comportamiento errático. Sin embargo, la aparición de señales de reactivación productiva y la entrada de capitales contribuyeron a una reacción favorable, registrándose a partir de marzo una importante recuperación. En el conjunto del semestre el tipo de cambio se apreció 15% en términos reales, las tasas de interés descendieron 18 puntos y el índice de precios y cotizaciones de la Bolsa de Valores aumentó 16% nominal y 0.6% real.

Perspectivas

Los indicadores disponibles parecen apuntar hacia una fuerte recuperación de la economía en el II semestre, que incluso podría superar las expectativas oficiales de crecimiento para el conjunto del año (3%). La política económica mantendrá la disciplina fiscal y la restricción monetaria, con el propósito de acercarse lo más posible al objetivo de inflación, aunque lo más probable es que ésta se ubique en torno a 25% para el año (4 o 5 puntos porcentuales por encima de la meta). La recuperación del consumo privado será todavía muy tenue, pues se anticipa que los salarios reales volverán a reducirse en 1996.

A pesar del mejoramiento en los índices de capitalización de los bancos, es probable que persistan los elevados índices de cartera vencida y que, por tanto, continúe la vulnerabilidad de los bancos, lo que a su vez podría dificultar la recuperación productiva y contribuiría a la inestabilidad del sistema financiero.

1. Política económica

a) Antecedentes 1995

Después de la crisis cambiaria de diciembre de 1994, el gobierno emprendió, a principios de 1995, un severo programa de ajuste. Los objetivos fueron reducir el déficit en cuenta corriente, atemperar el impacto inflacionario de la devaluación y restablecer las condiciones para recuperar el crecimiento en el menor plazo posible. El programa se caracteriza por la contracción del gasto público, austeridad monetaria y un régimen cambiario de flotación que sustituyó al esquema de bandas vigente desde 1988.

En apoyo al programa de emergencia, el país recibió en 1995 créditos extraordinarios del Tesoro de Estados Unidos y del Fondo Monetario Internacional (FMI), por un monto aproximado de US\$27,000 millones. Estos recursos constituyeron el factor clave para la viabilidad del programa, especialmente en las primeras semanas del año, cuando, ante la rápida erosión de las reservas, los inversionistas percibían un alto riesgo para la convertibilidad de los Tesobonos, que se amortizarían en 1995 por un monto equivalente a US\$29,000 millones.

Como consecuencia del agravamiento de la crisis en los primeros meses de 1995, el programa de emergencia económica sufrió varios ajustes a lo largo del año; asimismo se instrumentaron diversas medidas para el rescate de la banca comercial, que enfrentaba un rápido ascenso en las carteras vencidas de sus clientes. Éstos, a su vez, recibieron facilidades para reestructurar sus adeudos.

En cuanto al cumplimiento de los objetivos del programa de ajuste, a la fecha se ha logrado una considerable reducción del déficit de la cuenta corriente, equivalente a 8% del producto. En lo que toca a los precios, se evitó un proceso hiperinflacionario, aunque su incremento durante 1995 (52% punta a punta), fue superior a la meta oficial de 42%. Finalmente, a 15 meses de haberse iniciado el programa de ajuste, las condiciones para restablecer el crecimiento sostenido parecen aun distantes, básicamente por la persistencia del problema de carteras vencidas de la banca.

b) Primer semestre de 1996

El objetivo central de la política económica en 1996 es la recuperación de la actividad económica, mediante incentivos fiscales a la inversión y el empleo, el fortalecimiento de los programas de saneamiento financiero de la banca y la continuación del proceso de cambio estructural. Todo ello se enmarca en un objetivo paralelo que se considera fundamental, y que consiste en reducir la inflación a menos de la mitad respecto a la de 1995. Las estimaciones oficiales prevén un crecimiento del PIB en 1996 de 3%, inflación de 20.5%, tipo de cambio promedio de 7.7 pesos por dólar, variación del salario nominal de 22.4%, un déficit en cuenta corriente de US\$1,000 millones y una estabilidad de las reservas internacionales, en torno a 15,000 millones de dólares.

En cuanto a la política monetaria, el Banco de México ratificó el objetivo fundamental de reducir la inflación, que en diciembre de 1995 pronosticó en 20.5%. Sin embargo, la inflación ya acumulada en los seis primeros meses de 1996 implicará seguramente el incumplimiento de esta

meta. Con la previsión original de inflación (20.5%), y un aumento de los activos internacionales netos de \$3,000 millones (US\$390 millones), el Banco Central estimó una variación de \$15,000 millones de su crédito interno neto (23.8%), ^{1/} que es similar al aumento nominal del PIB que se calcula para 1996. Asimismo, el Banco anticipa un crecimiento de \$18,000 millones de la base monetaria (28.6%), mayor al esperado para el PIB nominal, lo que implicaría una remonetización aproximada de 3.7% sobre dicho agregado.

A lo largo del semestre, especialmente en los primeros meses, la política económica enfrentó cuestionamientos de diversos sectores, particularmente en lo que se refiere a la restricción monetaria y a la política industrial. En lo que hace al primer tema, como a medida que avanzaba el semestre se percibían señales de recuperación productiva, la firmeza con que el gobierno sostuvo el esquema vigente fue ganando apoyo y credibilidad. En lo que hace a la política industrial, la publicación del programa de política industrial y comercio exterior, en mayo, recogió buena parte de los planteamientos de los empresarios, por lo que también disminuyó la tensión.

El programa de desarrollo industrial plantea aspectos novedosos respecto al que estuvo vigente entre 1988 y 1994 y en algunos tópicos presenta un cambio significativo frente a su antecesor. Por ejemplo, al reconocer los efectos negativos de la apertura sobre la planta industrial y sobre la desarticulación productiva, propone una política industrial activa, lo que conduce, en el programa, a propuestas para fomentar la integración de cadenas productivas y una sustitución eficiente de importaciones. Por otro lado, el programa subraya la necesidad de consolidar un marco macroeconómico de estabilidad, y reitera la estrategia de crecimiento basada en exportaciones, así como la necesidad de fortalecer la competitividad internacional de la manufactura.

También destaca, en marcado contraste con el programa previo, un enfoque de políticas sectoriales; en particular, se pone énfasis en el apoyo a los sectores más proclives para la conformación de cadenas industriales, entre los que se incluyen a las industrias de elevado contenido tecnológico, la automotriz, la petroquímica, la minería y segmentos de la agroindustria. Puede decirse que el programa es una agenda de propósitos, temas y acciones todavía por concretar, en la que la participación del sector privado es esencial. La aplicación del programa requerirá de recursos financieros, cuyo monto no se ha precisado, puesto que el programa de financiamiento del desarrollo no ha sido dado a conocer aún.

En síntesis, la política de ajuste y estabilización, después de 18 meses de iniciada, está mostrando resultados positivos y consolidando la confianza de los inversionistas extranjeros, como lo demuestran los importantes flujos de capital que han ingresado al país, tanto de inversión directa, como de cartera, en el primer semestre del año.

^{1/} A partir de 1996 el Banco de México introdujo cambios en la definición de su crédito interno neto (véase nota técnica en el Anexo).

c) Perspectivas

La consolidación de señales de recuperación productiva, el mantenimiento de flujos de recursos externos y la solución de fondo del problema de carteras vencidas son requisitos fundamentales para la viabilidad de las metas del programa económico del gobierno. Los signos favorables sobre la evolución de la economía al cierre del I semestre parecen fortalecer la posición de la política económica, que previamente enfrentó fuertes cuestionamientos. En la medida en que la economía se siga recuperando en lo que queda del año, también se consolidará el consenso en torno al programa económico del gobierno.

2. Finanzas públicas

a) Antecedentes 1995

El comportamiento de las finanzas públicas en 1995 fue causa y efecto de la contracción de la actividad económica. Por un lado, el gasto en términos reales se redujo como consecuencia de la política fiscal restrictiva y, por otro lado, los ingresos se contrajeron por la fuerte caída del producto. El gasto disminuyó más que los ingresos, lo que determinó el incremento del resultado fiscal. El balance público presupuestal registró un virtual equilibrio en 1995, mientras que el superávit público primario representó el 5.5% del PIB, con una variación real anual de 121.7% (cuadro 2). ^{2/}

El gasto ejercido representó el 25.8% del PIB en 1995, participación que excedió lo programado en 0.9 puntos. El gasto primario cayó 15.6% en términos reales, mientras que el gasto programable se redujo 14.8%. El rubro de intereses sobre la deuda interna y externa casi se duplicó en términos reales, con lo que representó el 20% del gasto presupuestal total. La deuda pública total neta como porcentaje del PIB pasó de 45.8% en diciembre de 1994 a 43.4% al finalizar 1995. La amortización de Tesobonos en 1995 (99.1% del saldo que existía en diciembre de 1994), determinó la drástica caída de la deuda interna, que pasó de 13.1 a 6.9 puntos del PIB, mientras que la deuda pública externa neta se elevó de 32.7% a 36.5% del producto.

La deuda pública externa bruta se incrementó más de US\$15,000 millones durante 1995, para ubicarse, al final del año, en US\$100,934 millones. Este incremento se explica por un endeudamiento bruto de casi US\$40,000 millones, derivado del paquete internacional de ayuda para enfrentar la emergencia económica, disposiciones de préstamos del BID y del Banco Mundial y colocaciones de deuda en los mercados internacionales. El servicio de la deuda externa absorbió un enorme monto de divisas, equivalentes al 40% de las exportaciones totales de 1995. Del servicio total (US\$31,657 millones), US\$25,325 millones correspondieron a amortizaciones y el resto a intereses.

Las colocaciones de deuda pública (gobierno federal y banca de desarrollo) en los mercados internacionales alcanzaron su máximo en el IV trimestre de 1995, con lo que se consolidó el pronto regreso del país a los mercados voluntarios de deuda. El monto colocado en 1995 ascendió a más de US\$6,000 millones. En general, las colocaciones fueron a corto y mediano plazo y pagarán un alto premio.

^{2/} Las metas acordadas con el FMI a principios de 1995 fueron 4.5% del PIB para el superávit primario y 0.5% para el balance público presupuestal. Éste hubiera sido aun mayor si no hubiera absorbido el costo fiscal del Acuerdo de Apoyo Inmediato a los Deudores de la Banca (ADE), equivalente a 0.8% del PIB en 1995.

b) Primer semestre de 1996 ^{3/}

De acuerdo con lo establecido en los Criterios Generales de Política Económica para 1996, se propone un equilibrio en las finanzas públicas, resultante de un aumento de 1.9% real en el gasto y una contracción de 1.8% en los ingresos, que contrastan con las caídas de 11% y 6%, respectivamente, en 1995. Durante el primer trimestre del año las acciones en materia de finanzas públicas se orientaron a apoyar la recuperación económica, lo que se tradujo en una menor contracción del gasto que de los ingresos, a diferencia de lo sucedido en 1995. Precisamente, al primer trimestre de 1996 el balance público registró una fuerte disminución en términos reales respecto al nivel observado durante el mismo período del año anterior (cuadro 2).

En el primer trimestre el superávit primario superó la meta original del programa económico, debido principalmente a los mayores ingresos petroleros, que se beneficiaron de la recuperación de su precio internacional y del repunte en el volumen exportado, lo que permitió elevar su participación dentro de los ingresos presupuestales totales a 38%, pero no evitó que éstos se redujeran 9.1% en términos reales en el período citado.

Los ingresos no petroleros se redujeron 15.7% en términos reales. Los del gobierno federal registraron una caída real de 15.3%, mientras que los de organismos y empresas distintos de Pemex disminuyeron 16.5% real, lo que se explica por la disminución de la actividad económica y por el costo de las medidas fiscales aprobadas en diciembre de 1995. Por su parte, los ingresos tributarios cayeron 12.4%, destacando el retroceso del impuesto sobre la renta (23.5%), que contrarrestó el efecto positivo del incremento por la recaudación del IVA (15.2%), mientras que los ingresos no tributarios aumentaron 13.2% real.

El gasto neto pagado del sector público bajo control directo presupuestal descendió 3.5% en el I trimestre. El gasto primario decreció 3.0%, a pesar de que el rubro de inversión se incrementó significativamente, ya que el gasto corriente (de mayor peso) mantuvo su tendencia recesiva. El pago de intereses y comisiones sobre la deuda pública total cayó 5.7%, correspondiendo 51.7% del total de dicho costo a la deuda externa, la cual mostró una disminución de 22.6% real. Esta disminución se logró gracias al mejoramiento del perfil de pagos, que fue posible debido a la recalendarización de la deuda de corto plazo que se efectuó en 1995.

c) Deuda externa

La deuda pública externa bruta disminuyó ligeramente en el I trimestre de 1996, como resultado de un desendeudamiento neto por 470 millones de dólares y un efecto favorable derivado de la apreciación del dólar frente a otras divisas, que propició una disminución de 559 millones de dólares. Las disposiciones significaron 6,261 millones de dólares; la mitad fue resultado de emisiones en los mercados internacionales de capital, que se colocaron en mejores condiciones de plazos y tasas con respecto a las de 1995, aunque todavía con un amplio *spread* sobre la tasa internacional de

^{3/} Por razones de disponibilidad de información solo puede analizarse la evolución del I trimestre.

referencia. Las amortizaciones ascendieron a 6,732 millones de dólares, repartiéndose en porcentajes similares las de créditos de corto y largo plazo. El pago por concepto de intereses se ubicó en 1,816 millones de dólares, con lo que el servicio representó más de 8,500 millones de dólares, equivalentes al 37% de las exportaciones del mismo período.

Cuadro 2
Ingresos, gastos y balance del sector público
Enero-marzo 1996

INGRESOS PRESUPUESTALES	Millones de pesos	Variación anual real (%)	GASTOS PRESUPUESTALES	Millones de pesos	Variación anual real (%)
Total	122,506	-9.1	Total	120,500	-3.5
Petroleros	46,584	4.2	Primario	97,068	-3.0
PEMEX ^{1/}	15,500	-17.3	Programable	73,457	0.0
Gov. Federal ^{2/}	31,084	19.7	Corriente	62,091	-3.6
No petroleros	75,922	-15.7	Capital	11,365	26.0
Gov Federal	50,480	-15.3	Inversión física	9,825	17.9
Tributarios	43,751	-14.5	Inversión financiera	1,413	289.4
No tributarios	6,729	-20.1	No programable	23,611	-11.2
Memo:			Intereses de la deuda	23,432	-5.7
Org. y empresas	25,442	-16.5			
BALANCES					
(1) Balance presupuestal ^{a/}	2,006	-86.8	(4) Balance primario presupuestal ^{b/}	25,438	-26.8
(2) Balance de entidades bajo control presupuestal indirecto	-504	n.a.	(5) Balance primario de entidades bajo control presupuestal indirecto	1,184	-39.1
(3) Balance público = (1)+(2)	1,502	-90.8	(6) Balance público primario = (4)+(5)	26,622	-27.5
% respecto al PIB ^{c/}	0.07%		% respecto al PIB ^{c/}	1.18%	

1/ Corresponde a los ingresos propios de esta empresa.

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

a/ Ingresos presupuestales totales - Gastos presupuestales totales

b/ Ingresos presupuestales totales - Gastos presupuestales totales + intereses de la deuda

c/ Se utilizó la estimación oficial del PIB para 1996

Fuente: Elaborado con base en cifras de la SHCP, Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública, Primer trimestre de 1996.

A lo largo del semestre el gobierno realizó diversas operaciones para mejorar el perfil de pagos de la deuda externa. Además de las colocaciones en los mercados internacionales, que sumaron casi 6,000 millones de dólares (monto similar al colocado en el conjunto de 1995), el gobierno llevó a cabo en mayo un intercambio de Bonos Brady por un nuevo bono global por un monto de 1,750 millones de dólares, que posibilitó desligarse del colateral, alargar 7 años el plazo de vencimiento, una reducción de 1,250 millones de dólares en el saldo de la deuda y un ahorro en el costo de la deuda que la Secretaría de Hacienda estima en 170 millones de dólares.

Por otro lado, en el mes de junio, el gobierno anunció la próxima realización de un pago por 4,700 millones de dólares al Tesoro de EUA, como parte de la amortización por el paquete financiero puesto a disposición por el gobierno de ese país para el programa de ajuste de México. Así, el saldo con el Tesoro de EUA se reduciría de 10,500 millones de dólares a 5,800 millones de dólares. Los recursos provendrán básicamente de dos fuentes: i) una nueva emisión de notas bancarias por 3,000 millones de dólares que se espera colocar a menor costo y mayor plazo que los que están vigentes en el crédito con la Tesorería de EUA y; ii) los 780 millones de dólares que resultarían de la liberación del colateral de los bonos Brady cancelados en mayo

Cuadro 3
Evolución de la deuda pública externa en el
primer trimestre de 1996
(millones de dólares)

	Movimientos en enero-marzo de 1996					Saldo al 31 mar 96
	Saldo al 31 dic 95	Disposiciones	Amortizaciones	Endeudamiento neto	Ajustes ^{a/}	
Deuda neta	90,316					90,699
Activos en el exterior	10,618					9,206
Deuda bruta	100,934	6,261	6,732	-470	-559	99,905
Largo plazo	93,737	3,751	3,179	573	-559	93,751
Corto plazo	7,196	2,510	3,553	-1,043	0	6,154

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

Fuente: elaborado con base en SHCP, Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública, Primer trimestre de 1996.

d) Perspectivas

En la medida en que mejoran las condiciones de la economía, se fortalecerá el objetivo de mantener un equilibrio en las finanzas públicas. La estrategia de endeudamiento externo de las autoridades seguirá orientándose a reducir el peso de la deuda a través del refinanciamiento de las amortizaciones, por lo que es de esperar que se siga colocando papel gubernamental en los mercados

internacionales, tanto del gobierno federal, como de la banca de desarrollo. De mantenerse la gradual recuperación de la economía, será posible negociar plazos y tasas más favorables que los que se consiguieron en 1995.

3. Actividad económica y empleo

a) Antecedentes 1995

La economía sufrió en 1995 una recesión sin precedentes en más de seis décadas. El programa de ajuste iniciado en 1995 indujo una fuerte caída de la demanda interna, que se conjugó con los menores flujos de capitales externos, 4/ propiciando un retroceso del Producto Interno Bruto (PIB) de 6.2% y del PIB por habitante de 8.2%. Los mayores descensos se ubicaron en el segundo y tercer trimestres (9.8% y 8.1%), con lo que marcaron el momento más agudo de la crisis económica iniciada en diciembre de 1994, pues a partir del último trimestre de 1995 la tendencia ha sido favorable, observándose un repunte en el producto desde el II trimestre de 1996.

Cuadro 4
Evolución sectorial del PIB^{a/}
(tasas de crecimiento)

	1995I	1995II	1995III	1995IV	1995	1996I
PIB total	-1.0	-9.8	-8.1	-5.8	-6.2	-1.0
Agropecuario	0.5	-12.3	10.6	-4.9	-2.5	0.8
Industria	-1.5	-12.3	-9.5	-6.7	-7.6	2.4
Minería	-1.9	-3.3	-2.9	-5.6	-3.4	6.2
Manufactura	1.6	-9.3	-6.6	-3.6	-4.6	4.2
Construcción	-15.1	-30.3	-26.0	-21.4	-23.3	-6.8
Electricidad	5.5	1.9	0.7	0.7	2.1	2.9
Servicios	-0.6	-8.5	-9.2	-6.1	-6.1	-3.2
Comercio, Rest y Hoteles	-4.2	-18.6	-17.7	-15.4	-14.1	-7.0
Comunicaciones y Transporte	1.0	-7.5	-5.8	-5.7	-4.5	1.1
Servicios financieros	4.5	-0.2	-2.4	-3.3	-0.4	-3.1
Servicios comunales, sociales	-1.6	-4.8	-6.6	0.9	-2.9	-1.8

a/ Cálculos sobre la base de nuevas cifras del PIB a precios constantes de 1993, que reemplazan a las que utilizaban como base al año 1980.

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

4/ De acuerdo con estimaciones de Banamex, la participación de México como receptor de flujos internacionales de capital representó el 0.4% del total en 1995, mientras que en 1993 dicho porcentaje llegó a 2%.

b) Primer semestre de 1996

La evolución económica en los tres primeros meses de 1996 todavía fue desfavorable por quinto trimestre consecutivo, aunque el PIB sólo se contrajo 1%. La producción del sector manufacturero se incrementó 4.2% en ese período, lo que significó el primer cambio positivo desde el I trimestre de 1995. La producción minera y la de electricidad también se recuperaron, pero la industria de la construcción siguió a la baja. Por el lado del gasto, el consumo privado aumentó por primera vez desde el último trimestre de 1994 y la inversión mostró un cambio en su tendencia recesiva, aunque la variación siguió siendo negativa. Los signos de recuperación se fueron fortaleciendo paulatinamente, al grado que se estima que el producto habría aumentado 5% en el II trimestre en términos anuales. No obstante esta importante recuperación, debe recordarse que justamente el II trimestre de 1995 marcó el mayor retroceso del PIB en la historia económica del país para una trimestre, lo que significa una base de comparación muy baja.

La reactivación de la producción se debió principalmente a la continuación del dinamismo de las exportaciones y a una recuperación de la demanda interna. Así, el incremento de las ventas internas al mayoreo en abril fue positivo (5.8%), por primera vez desde febrero de 1995, lo que se asocia a la reactivación del sector industrial. Por su lado, las ventas minoristas siguieron a la baja hasta abril, debido a la todavía tenue reanimación del consumo privado. Sin embargo la tendencia hasta ese mes fue francamente en ascenso y muy alejada de las drásticas caídas que se experimentaron en 1995, que en algunos meses fueron superiores a 25%.

En la industria automotriz se observaron claros signos de reactivación. Después de experimentar una caída de 18% en 1995, la producción se incrementó 34% en los primeros cinco meses de 1996, en comparación al mismo período de 1995, con lo que se alcanzó una producción total de 512,376 unidades, correspondiendo el 84.1% a la exportación. Las ventas al menudeo acumuladas hasta mayo fueron de 111,841 unidades, lo que significó una caída del 1.3% respecto al mismo período del año anterior, y marcando un claro contraste con la disminución de 70% que se observó en 1995. Las ventas mayoristas en el mismo período aumentaron 10%, lo que estaría significando una expectativa favorable sobre la evolución de las ventas al detalle, basada en parte en la tendencia a la baja en las tasas de interés. El total de unidades producidas para el mercado de exportación en enero mayo fue 42.2% superior al del mismo período de 1995 y las exportaciones realizadas aumentaron en un porcentaje muy similar (40.1%). La reactivación de la industria automotriz significó un impulso positivo para las muy variadas actividades que le proveen insumos, destacando el aumento de 10.7% en la producción de acero en el período enero-abril.

Otros indicadores que sugieren un cambio de tendencia en la marcha de la economía son los incrementos experimentados por el consumo de electricidad de empresas grandes (9%), producción de cemento (3%), producción de cerveza (1.7%) y ventas de productos petrolíferos (13%), todos ellos referidos al período enero-abril.

Mención aparte merece la aguda crisis por la que atraviesa el sector agropecuario, que se inició en 1995 y se prevé continuará en lo que resta de 1996. Razón importante de dicha crisis es la severa sequía que por segundo año consecutivo sufren las tierras del norte del país, y que ha afectado principalmente a la producción pecuaria y a los cultivos de los ciclos de primavera-verano. Actualmente los niveles de las presas se encuentran al 20% de su capacidad y se teme que descendan

aun más de no llover con intensidad en los próximos meses. Se estima que, de continuar la sequía, en 1996 se dejarán de sembrar 5 millones de hectáreas de temporal y que alrededor de 500,000 campesinos no encontrarán empleo en el campo. La sequía ha afectado a la actividad ganadera; en lo que va de 1996 han muerto 67,000 cabezas de ganado, que se suman a las 300,000 de 1995. Ello ha propiciado una disminución del hato ganadero de 6.3 millones de cabezas a sólo 3.2 millones, puesto que además muchas reses han tenido que venderse en el exterior a precios muy bajos.

Otros factores que se han conjuntado para el gradual agravamiento de la crisis del campo son la disminución de la demanda interna y un acceso al crédito muy limitado por problemas de cartera vencida y altas tasas de interés, así como los fuertes aumentos en los precios de insumos básicos, destacadamente fertilizantes.

Por otro lado, aun cuando desde fines de 1995 se observó una tendencia alcista de los precios internacionales de los granos básicos, el fenómeno tuvo un efecto menor en los ingresos de los agricultores, pues muchos habían vendido la mayor parte de sus cosechas. Por otro lado, desde la perspectiva macro, el alza de precios internacionales representa una mayor erogación de divisas, dado el alto volumen de importaciones de granos, leche y otros productos agrícolas que tradicionalmente absorbe el país y que, justamente por la crisis que atraviesa el campo, han tenido que incrementarse significativamente en el presente año. Ante la gravedad de la crisis, el gobierno instrumentó un plan emergente contra la sequía por un monto de más 1,000 millones de pesos, que después fue complementado con un paquete de estímulos al cultivo de granos básicos por 8,000 millones más.

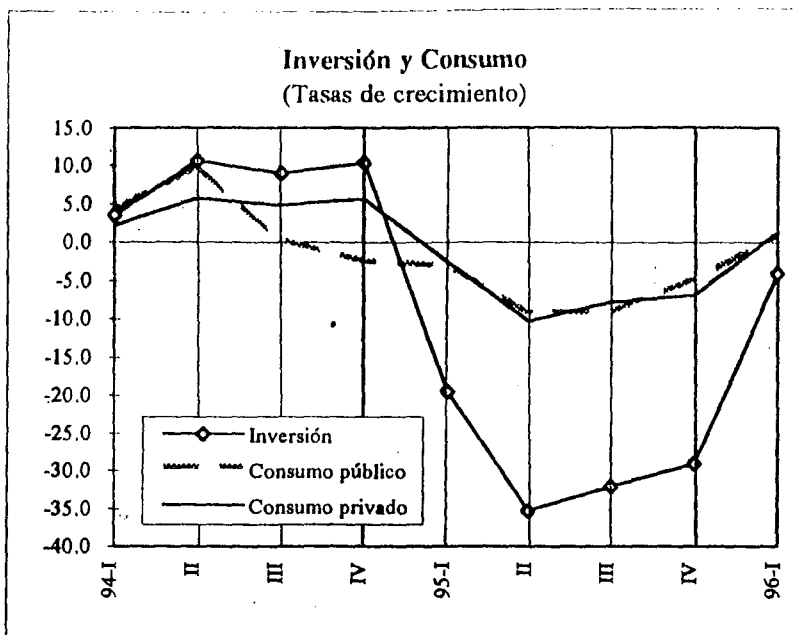
c) Empleo

La evolución de la ocupación fue favorable en los primeros 6 meses del año, especialmente a partir del mes de marzo. Después de que en los últimos meses de 1995, la tasa de desempleo fue a la baja, en enero de 1996 se registró un repunte, debido en parte a ajustes estacionales que inciden en un menor ritmo de actividad económica en los primeros meses del año. Sin embargo, a partir de febrero la tendencia fue cada vez más favorable, ubicándose en 5.4% en mayo, aunque el número de desocupados todavía es muy superior (aproximadamente 700,000) al que prevaleció en 1994.

La evolución del empleo formal de la economía —aproximado por el número de asegurados permanentes del Instituto Mexicano del Seguro Social— fue favorable; después de la reducción de 70,000 personas en enero, aumentó considerablemente en los meses siguientes, dando por resultado un incremento neto de 281,400 puestos de trabajo remunerado en el período enero-junio. El número total de trabajadores asegurados al fin del I semestre se ubicó en 8,783,800 personas que, comparado con julio de 1995, cuando se registró el nivel más bajo de 1995, representa un incremento de 409,700 afiliados. Este es el nivel más alto desde diciembre de 1994, pero aún se encuentra por debajo del máximo histórico registrado en diciembre de 1992. Las empresas del sector industrial aseguraron en el IMSS un total de 170,518 trabajadores durante los primeros cinco meses de 1996, perteneciendo el 94% de ellos a la industria de la transformación. Finalmente, el empleo en la industria maquiladora mantuvo un alto dinamismo, en torno a 5,000 nuevos puestos de trabajo por mes, con lo que el número total al mes de mayo de 1996, rebasó los 700,000, lo que equivale a casi un tercio del empleo manufacturero total.

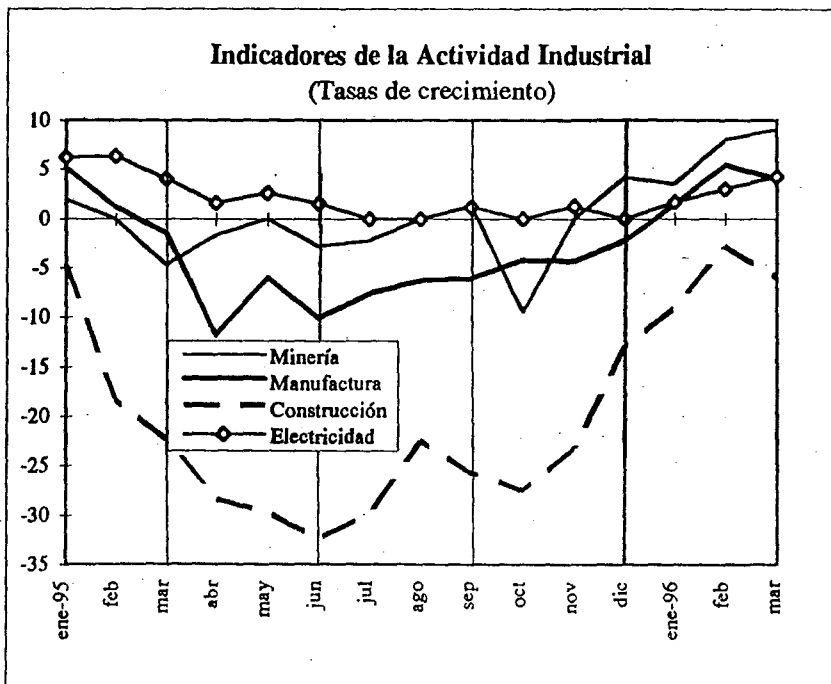
d) Perspectivas

Las tendencias de los indicadores disponibles permiten inferir que la economía mostrará una fuerte recuperación en el II semestre del año; es probable que el crecimiento supere a la meta oficial del gobierno, aunque se debe insistir en que el comportamiento sumamente recesivo en 1995 presenta una base de comparación muy baja. De hecho, de realizarse el crecimiento esperado por el gobierno, el producto alcanzaría un nivel, en términos reales, similar al de 1992. Por otro lado, deben señalarse los riesgos que enfrenta la perspectiva favorable de crecimiento, entre los que destacan la persistencia de altos índices de cartera vencida, la necesidad de ofrecer altas tasas de interés a los inversionistas, así como el riesgo de que la tendencia hacia la apreciación del peso obstaculice la dinámica exportadora.



El gasto interno se ha reducido considerablemente en los últimos 15 meses. Para el conjunto de 1995, la inversión global descendió 31% y el consumo privado 13%. La tendencia recesiva parece haber alcanzado su mínimo entre el segundo y tercer trimestres de 1995; a partir de entonces la tendencia es menos recesiva. El consumo privado mostró un aumento en el I trimestre de 1996, después de cuatro trimestres con movimientos negativos.

La recesión ha impactado a todas las ramas de la industria, ante la caída del mercado interno. La construcción ha sido la industria más afectada, al sufrir una caída real de su producción de 22% en 1995 aunque a partir de noviembre la tendencia es menos recesiva. Las manufacturas, alentadas por el dinamismo de las exportaciones y una incipiente recuperación en la demanda interna, muestran signos de recuperación.



4. Precios y salarios

a) Antecedentes 1995

Los precios al consumidor se incrementaron 52% en 1995, la mayor tasa desde 1987 (159%) y 10 puntos por encima de la previsión oficial anunciada en marzo de 1995. La drástica contracción de la demanda interna y la contención salarial amortiguaron las presiones inflacionarias provocadas por la devaluación, evitando que la inflación se desbordara. Vale destacar que el índice de precios de la canasta básica subió 61%, lo que afectó particularmente el ingreso real de las clases populares. Por su parte, los precios productor aumentaron 57% en 1995.

Los aumentos salariales de enero (7%), abril (12%) y diciembre (10%) de 1995 fueron insuficientes para contrarrestar la pérdida de poder adquisitivo provocada por la inflación, por lo que el salario mínimo real se redujo 12.9% en 1995. Las remuneraciones reales en la industria manufacturera también decrecieron (12.6%), observándose heterogeneidad entre las diversas ramas que la integran.

b) Primer semestre de 1996

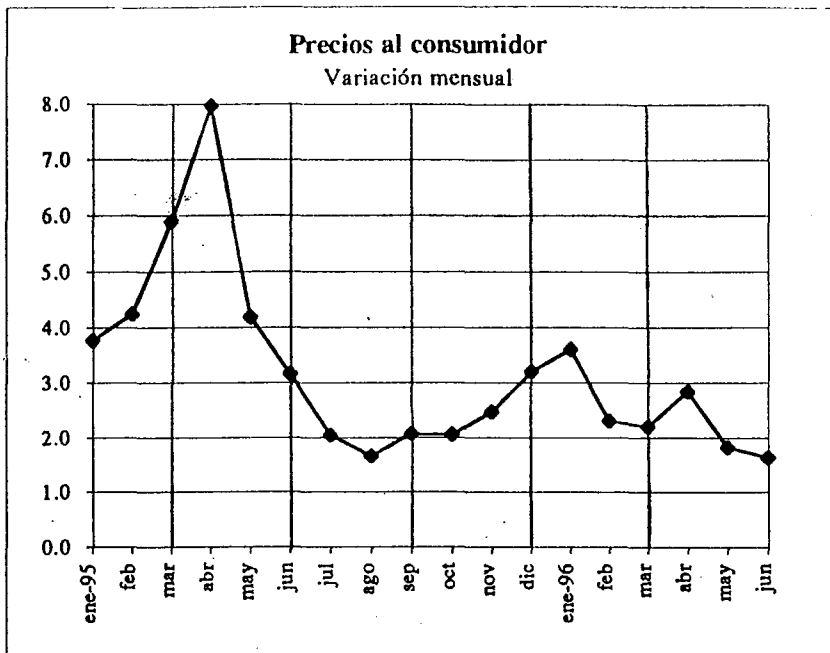
La inflación acumulada al I semestre fue de 15.3%, lo que significó una importante desaceleración respecto al mismo período de 1995, cuando ascendió a 33%. Durante los primeros meses de 1996 la inflación se comportó a la baja, aunque partiendo de un alto índice en enero (3.6%), mayor al esperado por analistas y gobierno. El repunte inflacionario de principio de año fue resultado del efecto rezagado de la implementación en dos fases de los aumentos de diciembre de 1995: los bienes y servicios privados y los salarios aumentaron en la primera quincena de ese mes, mientras que los precios y tarifas de bienes y servicios del sector público se incrementaron en la segunda quincena.

La inflación de febrero (2.3%) reflejó todavía parte de ese efecto, así como el de los aumentos decretados el 1 de febrero para el gas doméstico, gasolinas, electricidad y otros bienes de consumo generalizado, a lo largo del mes, como huevo y azúcar. A pesar de los aumentos a la leche (32%) y a la tortilla, la inflación descendió en marzo (2.2%), a lo que contribuyó la estabilidad del tipo de cambio observada desde febrero. Sin embargo, la inflación repuntó en abril a 2.8% debido fundamentalmente al aumento de 12% en los salarios mínimos. En mayo y junio volvió la tendencia a la baja, para ubicarse por debajo de 2% en cada mes, lo que fue posible en buena medida gracias a la estabilidad del tipo de cambio y a la absorción casi plena de los incrementos salariales y de los productos básicos mencionados. Por otro lado, información oficial indica que en las negociaciones salariales de contratos colectivos de trabajo durante enero y febrero, se concedieron incrementos de alrededor de 20% en promedio, los que regirían para 1996.

c) Perspectivas

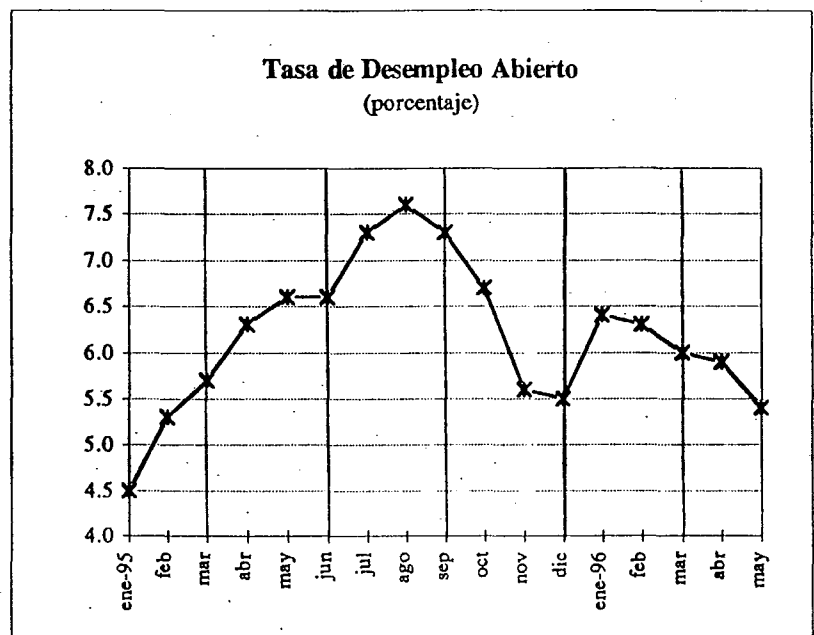
En la coyuntura presente, los factores de costos son los que inciden principalmente en la dinámica de los precios. Así, de continuar la estabilidad del tipo de cambio en un marco de

contención monetaria, es factible que se sigan observando aumentos cada vez menores en los precios, aunque la inflación anual seguramente rebasará la meta establecida por el Banco de México (20.5%). Por otra parte, se prevé que los salarios reales sufrirán una nueva contracción en 1996. El aumento de abril apenas sirvió para recuperar el nivel del salario real de diciembre pasado. De no haber más aumentos salariales, la inflación del resto del año se traducirá en pérdidas iguales para los ingresos reales de las personas y, por tanto, en escollos adicionales para la reactivación del consumo interno.



Los precios registraron en 1995 el incremento más alto en 8 años (52%). En el I semestre de 1996 se observó una tendencia declinante de la inflación, pero se estima difícil el cumplimiento de la meta gubernamental para 1996 (20.5%), pues la tasa acumulada al primer semestre alcanzó un nivel del 15%.

La tasa de desempleo abierto se expandió considerablemente en 1995, alcanzando un máximo en agosto. La tendencia a la baja que se observó a partir de ese mes se interrumpió en enero y febrero de 1996, lo que puso de manifiesto la persistencia de los signos recesivos de la economía, aunque a partir de marzo se observó una tendencia claramente favorable



5. Mercado cambiario

a) Antecedentes 1995

Durante 1995 el tipo de cambio estuvo sujeto a un esquema de flotación, luego de que en los 7 años previos había cumplido el papel de ancla nominal para el control de los precios. En la mayor parte de 1995 la paridad resultó de la libre actuación de la oferta y la demanda, pero hacia fines de año el Banco de México tuvo que inyectar en el mercado 505 millones de dólares para contrarrestar los ataques especulativos que sufrió el peso en el último trimestre. Así, bajo el nuevo esquema, la moneda sufrió una devaluación nominal de más de 50% a lo largo de 1995 y real de 30%. La divisa norteamericana cerró el año en un nivel de N\$7.70 pesos, es decir una apreciación de 54% respecto a diciembre de 1994 o de 120% respecto al nivel previo a la devaluación. Por su parte las reservas internacionales pasaron e incrementaron más de US\$9,000 millones en 1995, principalmente gracias a los desembolsos del paquete internacional de ayuda mencionado antes

b) Primer semestre de 1996

El mercado de cambios se caracterizó por la paulatina recuperación del peso, especialmente durante el I trimestre, lo que se tradujo en una apreciación real de 13% en dicho período. En las primeras semanas del año, se observó un repunte del peso, como resultado de un *rally* mundial de entradas de capital internacional a mercados emergentes que benefició a México y de las colocaciones de deuda pública en el mercado internacional a principios de enero.

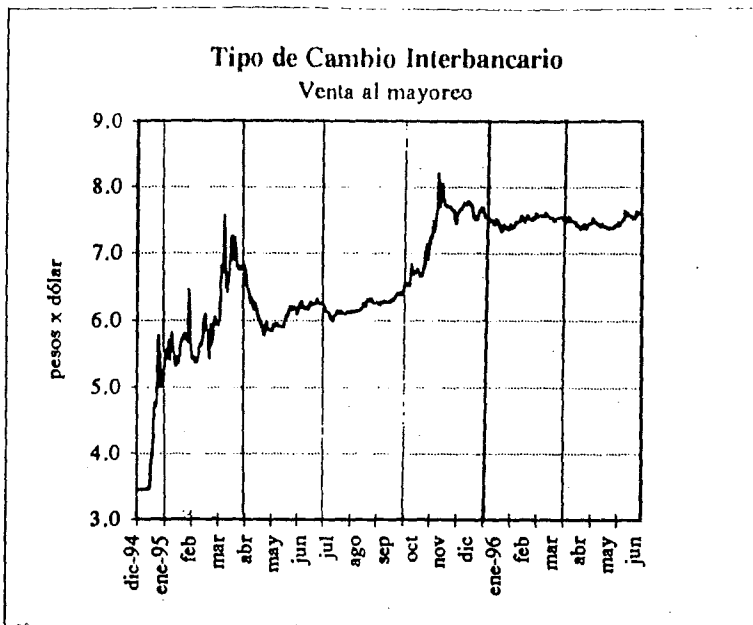
Posteriormente, durante el II trimestre, el peso mantuvo una cotización estable, con una tendencia hacia la apreciación real menor que en el trimestre previo; de este modo, su recuperación ascendió a 15% en términos reales para el conjunto del semestre. Ello fue posible gracias a la reactivación de los flujos de inversión extranjera, a que el gobierno continuó colocando papel en los mercados internacionales, y a que las empresas privadas reanudaron también colocaciones internacionales. En total (sector público y privado), se colocaron más de 7,500 millones de dólares en el I semestre.

La estabilidad del mercado cambiario sólo fue interrumpida entre fines de mayo y las primeras semanas de junio, cuando se observó una tendencia alcista del dólar, en parte debida a la especulación y nerviosismo de los inversionistas, derivados a su vez de la expectativa de alzas en las tasas de interés en Estados Unidos. Sin embargo, el peso volvió a recuperarse luego del anuncio realizado por la Secretaría de Hacienda en el sentido de efectuar un pago anticipado al Tesoro de EUA por un monto de 4,700 millones de dólares, con lo que el saldo del débito se redujo a 5,800 millones.

Los activos internacionales netos (véase el anexo para su definición) aumentaron US\$1,600 millones en el I semestre de 1996; del lado de los ingresos, dicha evolución estuvo determinada por la compra de divisas a PEMEX y las colocaciones de deuda pública en los mercados internacionales; en los egresos los rubros más significativos fueron el servicio de la deuda pública y del Banco Central (cuadro 5).

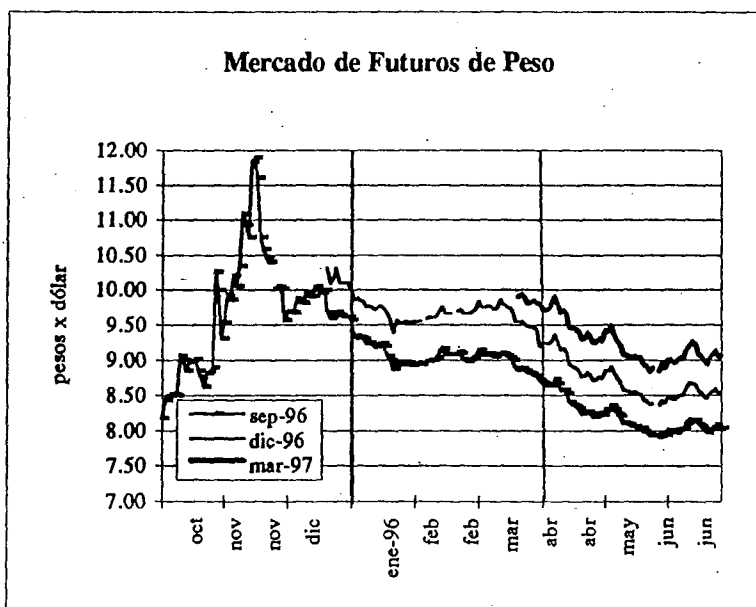
c) Perspectivas

Existe el riesgo de que, en la medida en que no se consolide la estabilidad financiera, el tipo de cambio siga reaccionando violentamente ante noticias negativas en el terreno extraeconómico o choques de la economía internacional. En sentido contrario permanece el riesgo de que la moneda se siga apreciando en términos reales y, de esa forma, contribuya a atenuar el proceso inflacionario, aunque al mismo tiempo incidiría negativamente en la cuenta comercial externa.



El peso estuvo sujeto a presiones durante 1995, especialmente a principio del período (por el riesgo de convertibilidad de los Tesobonos), y en octubre y noviembre (por una combinación de eventos económicos y extraeconómicos). La entrada de capitales durante el I semestre de 1996, la ratificación de la política económica, así como la tendencia positiva de la economía contribuyeron a la apreciación de 15% del peso en términos reales al cierre del primer semestre.

La especulación cambiaria de octubre y noviembre se transmitió de inmediato al mercado de futuros. En el I semestre de 1996, las mejores expectativas sobre la evolución de los mercados financieros incidió en la recuperación del peso en las cotizaciones a futuros de la Bolsa mercantil de Chicago.



Cuadro 5
Evolución de los activos internacionales netos del Banco de México
Enero-marzo 1996

Ingresos	US\$millones	Egresos	US\$millones
Compra divisas a Pemex ^{a/}	1,971	Venta divisas a Gob federal para servicio deuda ^{b/}	2,723
Compra divisas a Gob federal por colocación de deuda	4,285	Banca de desarrollo	409
Otros	110	Intervención Banco de México	45
		Amortización Tesobonos	151
		Pago de intereses a FMI	167
		Liquidación deuda Banxico a EUA y Canadá	1,477
		Otros	121
Total	6,366	Total	5,093

Ingresos netos I trimestre 1996: 1,273
+ *Saldo al 31 diciembre 1995: -35*
= *Saldo al 2 de abril 1996: 1,238*

Abril - Junio 1996

Ingresos	US\$millones	Egresos	US\$millones
Compra divisas a Pemex	1,904	Venta divisas a Gob. Federal para servicio de la deuda	1,329
Compra divisas al Gob. Federal	28	Egresos por operaciones con Pemex	97
Entrega neta de divisas de Fobaproa	128	Pago de intereses a FMI	159
Otros	84	Otros	200
Total	2,144	Total	1,785

Ingresos netos II trimestre 1996: 359
+ *Saldo al 3 abril 1995: 1,238*
= *saldo al 28 de junio 1996: 1,597*

a/ Incluye colocación de bono de mediano plazo por US\$193 millones.

b/ Incluye pago de intereses por Bonos Brady (US\$484 millones) y al Tesoro de EUA (US\$235 millones).

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

6. Mercados de dinero y de capitales

a) Antecedentes 1995

Las tasas de interés observaron una tendencia alcista durante 1995, lo cual fue resultado de la severa astringencia monetaria que indujo el programa de ajuste, así como de la necesidad de mantener un alto premio al riesgo frente a la presión que sufrió el peso a lo largo de 1995. Así, los Cetes a 28 días promediaron, en 1995, un rendimiento de 48%, cifra más de tres veces superior al que prevaleció en 1994 (14%). En los primeros meses de 1995 las tasas reales fueron negativas, como resultado del rezago en el ajuste a las tasas nominales que suele presentarse después de una fuerte devaluación. Posteriormente, las tasas reales mantuvieron una tendencia positiva, aunque con una considerable volatilidad, promediando 6.5% para el conjunto de 1995. La incertidumbre que caracterizó a 1995 y la limitada eficiencia de los bancos comerciales influyeron en la ampliación del margen de las tasas activas sobre las pasivas.

La inversión total en papel gubernamental sufrió una caída superior al 45% entre fines de 1994 y fines de 1995; la explicación básica fue la amortización de Tesobonos por casi US\$29,000 millones, con lo que la participación de este instrumento en el total se redujo de 66% a 1.5% durante dicho período. Esta disminución más que compensó el aumento en la circulación de Cetes, Bondes y Ajustabonos, en la cual destacó la recuperación de la tenencia de extranjeros, particularmente en el caso de los Cetes, (cuadros 6 y 7). El valor de mercado de la inversión extranjera en el mercado de valores se contrajo 29% en 1995, principalmente como resultado de la depreciación del peso y de las propias acciones; el saldo a diciembre de 1995 ascendió a US\$24,516 millones, monto 28.7% inferior al del cierre de 1994 (cuadro 8).

b) Primer semestre de 1996

En los primeros meses de 1996 se observó volatilidad de las tasas de interés, pero a partir de abril tomaron una tendencia descendente. Las primeras semanas del año el movimiento de las tasas fue a la baja, como resultado de un optimismo en el mercado, producto a su vez de las entradas de capital de principio de año derivadas de la colocación de deuda externa del gobierno y de la consecuente apreciación del tipo de cambio. Así, las tasas de interés (Cetes-28 días) descendieron 10 puntos, llegando a 36% a fines de enero. El rendimiento real anualizado durante ese mes fue negativo (-2%) por primera vez desde abril de 1995.

La elevada inflación de enero contribuyó a frenar el optimismo, lo que hizo evidente que tales tasas de interés no eran sostenibles, pues los rendimientos reales negativos aumentaban el riesgo del retiro de recursos, lo que determinó el rebote de las tasas en febrero, cuando rebasaron el 43% (promedio 39%). En términos reales, el rendimiento ascendió a cerca de 10%. Posteriormente, las tasas tendieron a estabilizarse a la baja, cerrando en menos de 39% la última semana de marzo.

A partir de entonces la tendencia fue claramente a la baja, gracias a las mejores expectativas sobre la evolución de la inflación y a la estabilidad del tipo de cambio, que tornaron atractiva la inversión en papel gubernamental. La tasa líder (Cetes 28 días) llegó a un mínimo de 25.6% a fines

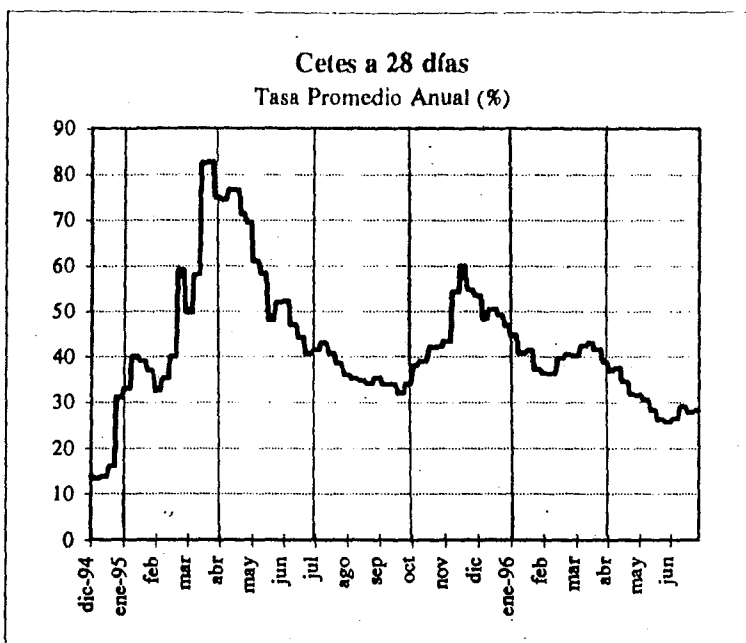
de mayo, nivel que no se observaba desde el inicio de la crisis, en enero de 1995. Al cierre del I semestre de 1996 la tasa de interés se redujo más de 18 puntos con respecto al nivel registrado a fines de 1995, para situarse en 30%, lo que significaba un rendimiento real cercano a cero por ciento. El monto total de las colocaciones de instrumentos de deuda pública interna durante el período ascendió a más de 587,000 millones de pesos.

La circulación de valores gubernamentales al 30 de junio aumentó ligeramente respecto al cierre de diciembre de 1995. Los Tesobonos desaparecieron de la circulación y a partir de mayo se inició la colocación de un nuevo instrumento, denominado UDIBono, que tiene la característica de otorgar un rendimiento en términos reales, ligado justamente a la evolución de la unidad de cuenta creada en abril de 1995 para reestructurar créditos bancarios (véase Sector Financiero).

En el primer trimestre de 1996, el monto total de valores gubernamentales en circulación disminuyó, con lo que se mantuvo la tendencia iniciada hace 15 meses. A diferencia de 1995, cuando dicha tendencia estuvo determinada básicamente por la amortización de Tesobonos, en el primer trimestre de 1996 la caída de la inversión en valores gubernamentales se debió a la reducción de casi \$10,000 millones en la circulación de los Cetes, lo que en parte se debió a los rendimientos reales negativos de enero. La estructura de la circulación de valores sufrió ligeras variaciones respecto a diciembre, con lo que los tres tipos de instrumentos se repartieron en partes prácticamente iguales el monto total en circulación. Los 240 millones de dólares restantes de Tesobonos se amortizaron, con lo que, al no emitirse más de este papel, desaparecieron totalmente del mercado.

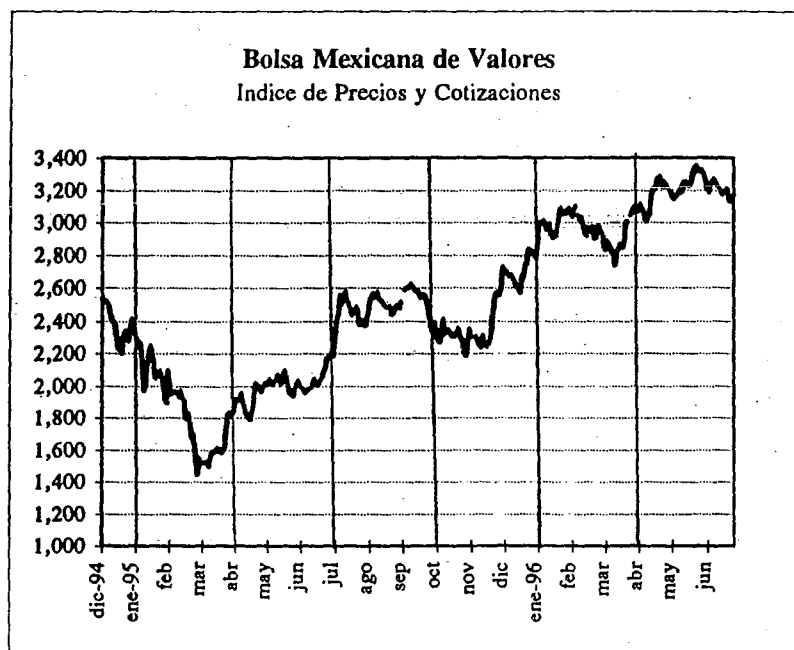
En el segundo trimestre, la mejoría en la evolución económica y las expectativas favorables sobre la inflación y el tipo de cambio incidieron en el aumento de la colocación de valores gubernamentales, especialmente los Cetes, que en estos tres meses más que recuperaron la merma sufrida en el primer trimestre, pero todavía debajo del monto alcanzado en septiembre de 1995. Al cierre de junio la circulación de Cetes significó el 40% del total.

La participación de residentes en el extranjero en el mercado de dinero se mantuvo en torno a 20% en los primeros meses del año, pero a partir de abril se observó una tendencia declinante, asociada a las menores tasas reales, con lo que se ubicó en 12% del total al fin del semestre. Así, en el II trimestre los extranjeros retiraron más de 9,000 millones de pesos de la circulación de valores gubernamentales; acentuando la tendencia iniciada desde enero de 1995, cuando poseían más de 100,000 millones de pesos (44% del total). A nivel de cada instrumento, su mayor presencia se siguió observando en los Cetes, en los que representaron 26% del total en circulación al cierre de junio (cuadro 7). La participación de extranjeros en los otros instrumentos siguió siendo bastante reducida; en el nuevo instrumento (Udibono) no se registró inversión extranjera.



La necesidad de mantener el atractivo para los inversionistas y la posición restrictiva de la política monetaria, han determinado que las tasas de interés se mantengan elevadas. Sin embargo el optimismo que privó en los mercados financieros a principios de 1996, la posterior estabilidad del tipo de cambio y las expectativas de inflación a la baja incidieron en un descenso de 18 puntos en la tasa de Cetes-28 días a lo largo del I semestre.

A partir del segundo trimestre de 1995, la bolsa mostró una tendencia alcista, que culminó en la primera semana de enero de 1996, cuando el índice de precios y cotizaciones alcanzó un máximo histórico. Posteriormente se mantuvo ligeramente al alza, cerrando el I semestre con una ganancia nominal de 15.6% y real de 0.6%.



Cuadro 6
Circulación de valores gubernamentales en poder del público
(saldos a fin del período, millones de pesos)

	<i>Dic 94</i>	<i>Mar 95</i>	<i>Jun 95</i>	<i>Sep 95</i>	<i>Dic 95</i>	<i>Mar 96</i>	<i>Jun 96</i>
Cetes	41,177	48,378	48,550	60,448	48,213	38,850	52,773
Bondes	8,290	17,390	26,954	30,739	35,935	40,482	42,448
Ajustabonos	29,617	33,317	37,774	40,065	41,200	39,499	34,845
Udibonos							500
Tesobonos	157,522	110,225	62,833	16,472	1,880	0	0
<i>Tesobonos</i>	<i>29,205</i>	<i>16,168</i>	<i>9,959</i>	<i>2,566</i>	<i>240</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>(US\$millones)</i>							
Total	234,606	209,310	176,111	147,724	127,226	118,831	130,845

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

c) Mercado accionario

La bolsa de valores observó una tendencia alcista, con relativamente baja volatilidad, a lo largo del semestre. En las primeras semanas de 1996, el Índice de Precios y Cotizaciones (IPyC) mostró un ascenso importante que lo llevó a superar, por primera vez, la barrera de los 3,000 puntos. Los factores que influyeron en esa racha fueron el descenso de las tasas de interés en EUA, el repunte del Dow Jones, las colocaciones de deuda pública en el mercado internacional, y la subvaluación del precio de numerosas acciones.

La racha alcista de enero se interrumpió a partir de febrero, debido principalmente al repunte de las tasas de interés internas, al registro de una alta inflación en el primer mes del año y a la ausencia de señales claras que apuntaran a una recuperación de la actividad económica.

Sin embargo, los factores positivos que se han venido destacando sobre la marcha de la economía y los resultados relativamente favorables de las emisoras en el I trimestre, incidieron en la recuperación del principal indicador de la Bolsa, con lo que el IPyC obtuvo una ganancia nominal de 15.6% en los primeros seis meses del año, y real de 0.6%.

El valor de mercado de la inversión extranjera en el mercado accionario se recuperó en el primer semestre del año. Con respecto al cierre de 1995, se observó un aumento de alrededor de 7,000 millones de dólares (27.8%), en buena parte debido al repunte del IPyC mencionado, que permitió la revaluación de los precios de numerosas acciones. El saldo de dicha inversión a fines de mayo ascendió a 31,876 millones, de los cuales más de la mitad correspondió a ADRs de emisoras negociados en la Bolsa de valores de Nueva York, seguidos del fondo de libre subscripción y el fondo neutro (cuadro 8).

Cuadro 7
Estructura de la circulación de valores
gubernamentales por tipo de tenedor
 (calculada sobre saldos a fin del período)

<i>Instrumento</i>	<i>Dic 94</i>	<i>Mar 95</i>	<i>Jun 95</i>	<i>Sep 95</i>	<i>Dic 95</i>	<i>Mar 96</i>	<i>Jun 96</i>
	porcentajes						
CETES¹	17.6	23.1	27.6	40.9	37.9	32.7	40.3
Extranjeros ²	32.7	38.2	47.3	44.0	45.0	45.1	26.0
Nacionales ²	67.3	61.7	55.7	56.0	55.0	54.9	74.0
BONDES¹	3.5	8.3	15.3	20.8	28.2	34.1	32.4
Extranjeros ²	1.8	1.7	2.4	1.8	2.3	3.8	0.6
Nacionales ²	98.2	98.3	97.6	98.2	97.7	96.2	99.4
TESOBONOS¹	66.3	52.7	35.7	11.2	1.5	0.0	0.0
Extranjeros ²	56.5	71.4	68.2	61.5	76.4	0.0	0.0
Nacionales ²	43.5	28.6	31.8	38.5	23.6	0.0	0.0
AJUSTABONOS¹	12.6	15.9	21.5	27.1	32.4	33.2	26.6
Extranjeros ²	9.4	7.3	7.8	4.0	5.5	10.5	5.9
Nacionales ²	90.6	92.4	92.2	96.0	94.5	89.5	94.1
Total extranjeros¹	44.4	47.7	39.4	27.7	20.6	20.8	11.6
Total nacionales¹	55.6	52.3	60.6	72.3	79.4	79.2	88.4
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	millones de pesos						
Total extranjeros	104,165	99,841	69,388	40,919	26,236	24,717	15,113
Total nacionales	130,441	109,469	106,724	106,805	100,990	94,114	115,732
TOTAL	234,606	209,310	176,111	147,724	127,226	118,831	130,845

1/ porcentaje respecto al total

2/ porcentaje respecto al instrumento respectivo.

Fuente: Elaborado con información del Banco de México y la Bolsa Mexicana de Valores.

Cuadro 8
Valor de mercado de la inversión
extranjera en el mercado de capitales
(millones de dólares)

	<i>Dic 94</i>	<i>Mar 95</i>	<i>Jun 95</i>	<i>Sep 95</i>	<i>Dic 95</i>	<i>Ene 96</i>	<i>Feb 96</i>	<i>Mar 96</i>	<i>May 96</i>
Libre suscripción ¹	8,079	3,999	5,707	6,247	5,884	7,512	6,963	7,747	
Fondo neutro	4,348	1,993	2,580	2,789	2,620	3,143	2,994	3,514	
ADR´s	21,163	13,448	14,904	15,444	15,224	16,741	14,916	16,130	
Fondo México	766	458	608	641	748	837	778	854	
Mercado intermedio	24	36	36	39	33	34	33	33	
Warrants	16	12	9	6	7	7	4	6	
Total	34,395	19,945	23,844	25,166	24,516	28,274	25,689	28,284	31,876

1/ Incluye cuentas de terceros de Citibank y sociedades de inversión.
Fuente: Bolsa Mexicana de Valores.

d) Perspectivas

Se espera que se mantenga una cierta volatilidad en los mercados de dinero y de valores. En el contexto de libre flotación de la moneda, las tasas de interés tendrán que continuar arriba de la inflación para conservar el atractivo para los inversionistas, especialmente en el marco de expectativas de un aumento en las tasas de interés en Estados Unidos.

7. Sector financiero

a) Antecedentes 1995

La política monetaria de austeridad y la caída de los ingresos reales se conjugaron para determinar una contracción generalizada en los indicadores monetarios. En 1995, la base monetaria se redujo, en términos reales, 23%, el medio circulante cayó 29%, resultado de retrocesos de 24% en billetes y monedas y de 32% en las cuentas de cheques. La captación de la banca múltiple decreció 14% y su financiamiento al sector privado descendió 17%. Por su parte, el crédito interno neto del Banco de México, de acuerdo con la nueva definición, aumentó en términos nominales \$24.4 miles de millones. 5/

b) Primer semestre de 1996

Los indicadores monetarios disponibles indican que se ha mantenido la tendencia recesiva de la demanda de dinero en el I semestre de 1996, lo cual es consistente con la posición de la política monetaria del Banco de México descrita en la sección 1 y con la muy reducida demanda de crédito. Dicha contracción monetaria no se limita a los efectos estacionales que significan una reducción de la actividad financiera en los primeros meses del año, pues la comparación de la evolución de los agregados monetarios respecto al mismo período del año previo permite observar la misma tendencia declinante. Durante enero-mayo, el crédito interno neto del Banco de México se redujo 52% en términos reales respecto al mismo período de 1995. El medio circulante cayó 27% real como resultado de la contracción de 36% en billetes y monedas en circulación, y la caída de 22% en el saldo de las cuentas de cheques. El saldo de la captación de la banca comercial se contrajo 24%, mientras que el ahorro financiero disminuyó 22%. Finalmente, el saldo del financiamiento de la banca múltiple al sector no bancario menguó 29%.

No obstante lo anterior, hacia fines del semestre se podían percibir mejores señales. Del lado de la oferta de crédito y gracias a los programas de saneamiento de la banca que se comentan a continuación, existen ya recursos frescos en la banca que podrían ser destinados a créditos a empresas y familias. La reducción de las tasas de interés es otro factor positivo, aunque de acuerdo con la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), hacia fines del semestre todavía no se observaba una reactivación en la demanda de financiamiento. Sin embargo, es significativo el aumento de 9% en términos reales en el crédito otorgado por NAFIN en el período enero-abril. La mayor parte de los nuevos créditos se dirigió a grandes empresas, lo que podría sugerir que es precisamente este grupo de empresas el que está reactivando su actividad.

5/ Utilizando la definición anterior, el crédito interno neto se habría reducido más de \$78,000 millones en 1995 (véase la explicación de ambas definiciones en el Anexo).

c) **Bancos y cartera vencida**

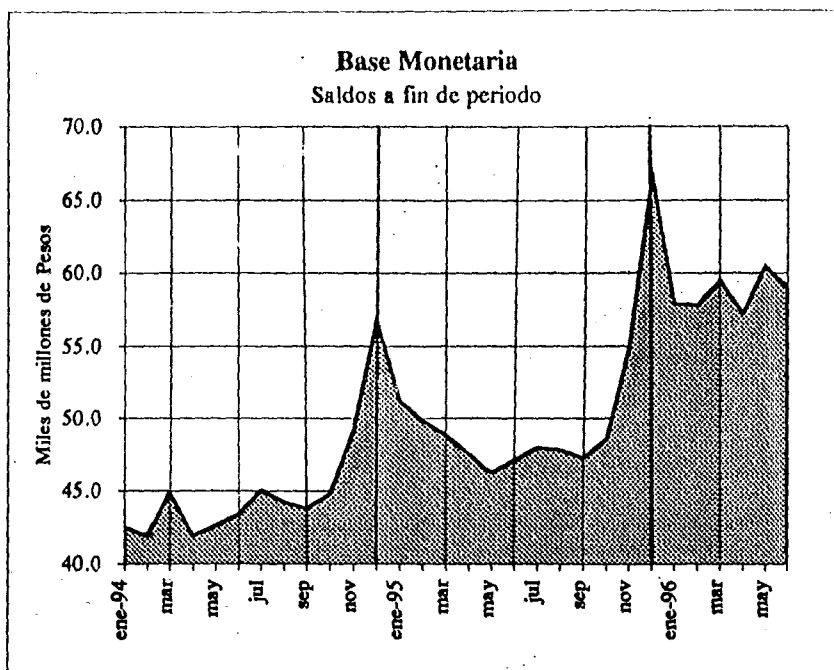
El desfavorable entorno macroeconómico de 1995 contribuyó a acelerar el deterioro de los activos de la banca comercial, debilitando la posición financiera de las instituciones y la calidad de su cartera crediticia. Tal situación motivó la instrumentación de medidas en apoyo a la banca y sus deudores que contribuyeron a atenuar sólo parcialmente la gravedad del problema. A 15 meses del inicio de los programas de apoyo (marzo de 1995), se ha destinado una cantidad considerable de recursos del gobierno para apoyar la capitalización de los bancos comerciales y la adquisición de cartera.

Asimismo, se han instrumentado esquemas diversos en apoyo a los deudores, como la posibilidad de redocumentar adeudos en Unidades de Inversión (UDIs), unidad de cuenta indizada a la inflación que evita la amortización acelerada del principal. Asimismo, en septiembre de 1995 se implementó el Acuerdo para el Apoyo Inmediato a Deudores (ADE), que tiene como propósito facilitar la reestructuración de créditos morosos; consiste en reducciones de las tasas de interés, condonación de intereses moratorios, suspensión temporal de acciones judiciales y límites a las garantías adicionales para la reestructuración de créditos.

Sin embargo, la profundidad de la recesión limitó el éxito de los programas de reestructuración, por lo que la cartera vencida continuó en ascenso. El índice de morosidad (cartera vencida respecto a cartera total) se incrementó de menos de 10% a finales de 1994 a 17% en diciembre de 1995. Las últimas cifras de la CNBV señalan que el índice se ha estabilizado en los meses recientes en torno a 18%, lo que ha implicado la duplicación del monto de cartera vencida en los últimos 12 meses. Si se excluyen a los 8 bancos en situación especial o intervenidos, el coeficiente de morosidad se reduciría a 7.6%, cifra de todas formas elevada, más de dos veces superior al máximo que recomiendan las normas internacionales y muy superior al capital de los bancos (cuadro 9).

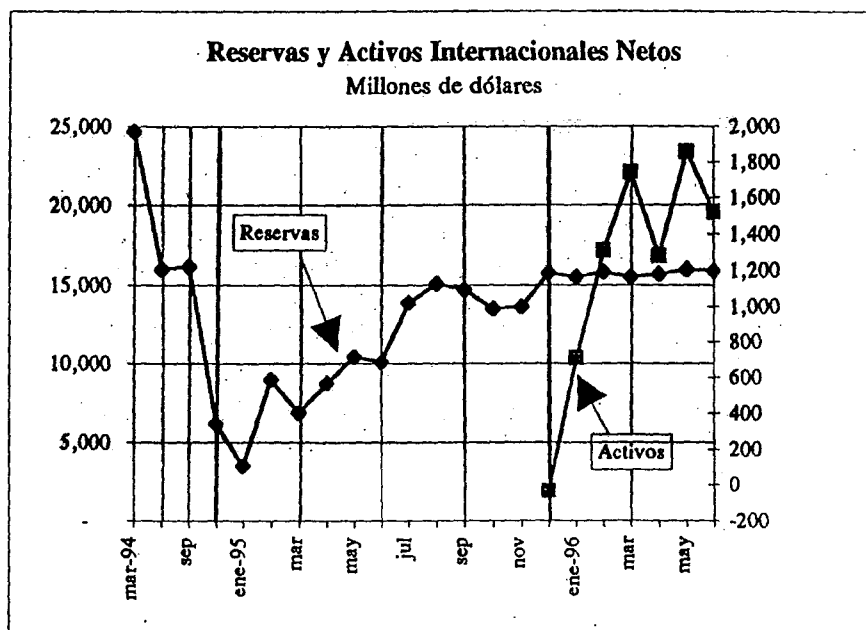
La gravedad del problema motivó a las autoridades a instrumentar nuevas medidas de apoyo a los deudores en el marco del ADE. A mediados de mayo se anunció el Programa de Beneficios Adicionales a los Deudores de Créditos para la Vivienda, dirigido exclusivamente a tenedores de créditos hipotecarios denominados en UDIs, cuya capacidad de pago ha sido afectada por la actual situación económica. El esquema prevé descuentos en los pagos mensuales de los acreditados por los próximos 10 años; el costo será absorbido por el gobierno, con cargo al superávit fiscal; por tanto, el saldo en UDIs no se incrementará por refinanciamiento de intereses ni aumentará el plazo del crédito. El esquema contempla además la posibilidad de efectuar prepagos con descuento, a diferencia de lo que sucedía hasta el 31 de mayo de 1996

El beneficio del programa es retroactivo al mes de enero de 1996; los descuentos se aplicarán a partir de este año y hasta el 2005, de manera que para 1996 el descuento sobre el pago mensual del crédito será del 30%; para 1997 será del 25%; para 1998 y 1999 del 20%, para el 2000 y 2001 un 15%, el 2002 y 2003 un 10% y finalmente en los años 2004 y 2005 se tendrá un descuento del 5%. Dichos beneficios son aplicables sólo a las primeras 500,000 UDIs de cada crédito; se otorgan a un crédito hipotecario por deudor y serán aplicables también a nuevos créditos contratados antes del 30 de abril de 1997 para la adquisición de viviendas que hayan sido financiadas por la banca.



En los primeros meses de 1996, la base se redujo debido a ajustes estacionales, para posteriormente estabilizarse en torno a 60,000 millones de pesos en concordancia con la política de contención monetaria.

Las reservas internacionales se incrementaron US\$9,000 millones en 1995 gracias a los recursos del paquete internacional de ayuda, con lo que cerraron el año en un nivel de US\$15,741 millones. En el primer semestre de 1996 se mantuvieron muy estables en torno a esa cifra, mientras que los activos internacionales netos se incrementaron paulatinamente.



Son susceptibles de ser incluidos en el plan aquellos deudores que estén al corriente en sus pagos o los que cubran sus mensualidades atrasadas, así como los que reestructuren sus créditos en UDIs antes del 30 de septiembre de 1996. Para conservar los beneficios del plan será necesario que el deudor se mantenga al corriente en los pagos mensuales.

Cuadro 9
Banca comercial: Cartera de crédito y provisiones
(millones de pesos)

	<i>Dic 94</i>	<i>Mar 95</i>	<i>Jun 95</i>	<i>Sep 95</i>	<i>Dic 95</i>	<i>Mar 96</i>	<i>Abr 96</i>
Cartera total	627,752	690,514	695,514	681,184	804,891	826,512	839,093
Cartera vencida	56,602	76,923	102,240	119,207	136,027	148,722	153,554
Provisiones preventivas	24,519	39,949	53,916	58,954	nd	nd	nd
Índice de morosidad (%)	9.02	11.14	14.70	17.50	16.90	17.99	18.30

Nota: incluye cifras de los 8 bancos que por intervención o autorización especial no han publicado información financiera, así como cartera comprada por el gobierno.

Fuente: elaborado con información de Comisión Nacional Bancaria y de Valores, *Boletín estadístico de banca múltiple*, marzo de 1996 y "El sistema bancario mexicano", junio 1996.

En el marco del ADE, hasta principios de junio de 1996 se habían reestructurado más de 1.8 millones de créditos, es decir 87% del universo de 2.11 millones. ^{6/} El monto involucrado de las reestructuras, incluyendo el programa en UDIs y las reestructuraciones con recursos propios de los bancos, ascendió a casi 200,000 millones de pesos (equivalentes al 24% de la cartera total de la banca en marzo de 1996). En términos del número de créditos reestructurados, los mayores avances se han registrado en los créditos empresariales e hipotecarios (que incluso han superado la meta original), mientras que los usuarios de créditos al consumo apenas reestructuraron 32% del total susceptible. Por lo que toca al valor de los créditos redocumentados, los empresariales representan el 56% del total a fines de febrero, y los hipotecarios el 38% (cuadro 10).

^{6/} Al inicio del programa, el total de acreditados de la banca sumaba 8.1 millones, pero sólo 2.11 millones se consideraron susceptibles de reestructurar en el marco del ADE.

Cuadro 10
ADE: Evolución de las reestructuras por tipo de crédito

<i>Tipo de crédito/acreditado</i>	<i>Número de créditos susceptibles de reestructurar</i>	<i>Número de reestructuras al 7 de junio de 1996</i>	<i>Porcentaje de avance^{a/}</i>	<i>Monto reestructurado millones/ pesos</i>
Tarjeta de crédito	1,300,000	1,086,488	83.6%	nd
Hipotecario	220,000	324,715	147.6%	nd
Consumo	280,000	89,609	32.0%	nd
Empresarial	310,000	335,617	108.3%	nd
Total	2,110,000	1,836,429	87.0%	199,220

a/ en los créditos hipotecarios y empresariales se superó la meta original
Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores

Para facilitar la reestructuración de créditos sindicados de empresas grandes fuertemente apalancadas, se creó la Unidad Coordinadora para Créditos Corporativos (UCABE); al mes de junio se habían analizado 55 créditos, que representan adeudos por 8,300 millones de dólares. En cinco casos se había logrado un memorándum de entendimiento, involucrando un monto de 2,551 millones de dólares a reestructurar.

Por otra parte, cabe señalar que los programas de saneamiento financiero de la banca han posibilitado incrementar los índices de capitalización de las instituciones financieras, de un promedio de 8% a principios de 1995 (el mínimo exigido por la CNBV), a 13% en abril de 1996. Asimismo, el coeficiente de provisiones preventivas a cartera vencida ascendió de 45% a principios de 1995 a 76% en marzo de 1996.

Buena parte de la capitalización de los bancos ha sido inducida por la compra de cartera bancaria realizada por el gobierno, a través del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA): el esquema consiste en que por cada peso de nuevos recursos que inyectan los accionistas, el gobierno adquiere dos pesos de cartera. A la fecha el FOBAPROA ha adquirido cartera bruta por un valor de 81,000 millones de pesos, que se incrementará a más de 100,000 millones (cifra equivalente a 4.5% del PIB estimado para 1996), cuando se concrete una compra adicional de cartera a Serfín, el tercer grupo financiero más grande del país.

En este marco, se anunció en junio la creación de una empresa subsidiaria del FOBAPROA, que se encargará de valorar y posteriormente vender dichos activos, que se componen principalmente de créditos con posibilidades de cobro variables (se estima que poco menos de la mitad corresponden a cartera vencida) y una pequeña proporción de bienes muebles e inmuebles. Se espera que a través de la venta de los activos bancarios adquiridos por FOBAPROA el gobierno recupere parte de los recursos fiscales comprometidos en los programas de saneamiento financiero; se prevé que el proceso de valuación y venta tomará un período de 10 años.

Las acciones de apoyo a deudores y banca han significado un elevado costo para las finanzas del gobierno, que a valor presente se estima actualmente en el equivalente al 6.6% del PIB estimado para 1996. El costo fiscal se incrementó respecto a las estimaciones originales (5.5% del PIB en 1995), debido a los beneficios adicionales para los deudores hipotecarios y al incremento en el monto de cartera adquirida por el gobierno. En términos de pesos el aumento fue de 54,000 millones, aunque debe decirse que 13,400 ya fueron absorbidos con cargo al superávit fiscal de 1995 (cuadro 11). Cálculos de la CNBV indican que para financiar el costo fiscal se requerirá obtener un superávit fiscal de 1% del PIB en los próximos 30 años.

En la situación actual, el subsidio a las tasas de interés representa un alivio para los acreditados y los bancos, pues las menores tasas significan mayores probabilidades de servir la deuda, pero al mismo tiempo representa un costo mayor al estimado originalmente, cuando inició el ADE, pues se tenían previsiones de tasas de interés substancialmente menores. Dicho costo adicional, a fin de cuentas, tendrá que ser absorbido por el público en general.

Cuadro 11
Características de los programas de apoyo a banca y deudores

<i>Programa</i>	<i>Beneficios</i>	<i>Tipo de créditos/acreditados</i>	<i>Periodo estimado</i>	<i>Costo fiscal a valor presente (\$miles de millones)</i>	<i>Porcentaje PIB 1996</i>
a) Reestructuración de créditos					
UDIs	Evita amortización acelerada del capital	Gobiernos locales, tarjeta de crédito, hipotecario, consumo duradero	30 años	Fase1 ^{d/} 21.9 Fase2 ^{b/} 27.2	0.97% 1.20%
ADE	Tasa de interés subsidiada, tregua judicial, menores garantías	Tarjeta de crédito, empresarial, consumo, agropecuario, vivienda	1 año	13.4 ^{c/}	0.59%
Autopistas	Uso de UDIs, extensión plazo concesiones	Concesionarios de la red de autopistas	2 años	14.1	0.62%
b) Saneamiento financiero de la banca					
Fobaproa/Procapte	Inyección de capital	Bancos y casas de bolsa	abierto	48.4 ^{d/}	2.14%
Capitalización	Compra de cartera	Instituciones financieras	10 años	23.5	1.04%
Total				148.4	6.57%

a/ Incluye costo del aumento de 12,000 millones de UDIs para vivienda a partir de enero de 1996.

b/ Costo adicional por apoyos a créditos a la vivienda.

c/ Cubierto con cargo al superávit fiscal de 1995.

d/ Incluye préstamos del BID y Banco Mundial por US\$1,750 millones.

Fuente: CEPAL, sobre la base de información de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

d) Perspectivas

Con el fin de adecuar la contabilidad y metodología para calificar el riesgo de la cartera crediticia a estándares internacionales, la CNBV solicitó a los bancos comerciales una nueva presentación de sus balances y estados de resultados. El esquema adoptado será el que rige bajo el *Generally Accepted Accounting Principles* de los Estados Unidos (US GAAP). Se prevé que a fines de este año, la información que proporcionan los bancos a la Comisión adopte plenamente estos principios, lo cual significará, en general, un aumento de los indicadores de cartera vencida. La aplicación de la nueva normatividad iniciará en enero de 1997.

Más allá de estos cambios y de la mejora en los indicadores financieros de los bancos lograda a través de la capitalización y la venta de cartera, permanece la preocupación sobre la persistencia de los altos índices de morosidad de los créditos bancarios. La recuperación económica que se avizora para el II semestre del año, así como la tendencia a la baja de la inflación ciertamente deberán contribuir a la mejora en la calidad de la cartera y a la reactivación del crédito. Dicha recuperación económica deberá acompañarse de una estabilidad sostenida en los mercados financieros, de modo de romper el círculo vicioso estancamiento económico-morosidad-estancamiento; en cualquier caso, el restablecimiento pleno de las funciones de intermediación de la banca será muy gradual.

8. Sector externo

a) Antecedentes 1995

El rápido y cuantioso ajuste de la cuenta corriente durante 1995 descansó en la reversión del déficit de la balanza comercial, el cual estuvo determinado fundamentalmente por el incremento de las exportaciones y, en menor medida, por la contracción de las importaciones. La cuenta corriente en 1995 registró un déficit de 654 millones de dólares, lo que implicó un ajuste muy severo, equivalente a ocho puntos del producto. La balanza comercial pasó de un déficit de 18,464 millones de dólares en 1994 a un superávit de 7,089 millones en 1995, mejoría explicada en un 73% por el incremento de las exportaciones. La balanza comercial con EUA en 1995 arrojó un saldo de US\$13,000 millones, situando a México como el cuarto en la lista de países con excedente en su comercio con ese país (detrás de Japón, China y Canadá). Las exportaciones mexicanas a EUA crecieron 28%, mientras que las importaciones desde EUA decrecieron 5%. El comercio total con este país superó los US\$120,000 millones.

b) Primer semestre de 1996

Durante los primeros cinco meses de 1996 se mantuvo el dinamismo del sector exportador, explicado por la mayor diversificación y competitividad de las ventas al exterior, a pesar de la apreciación del peso en términos reales. Por su parte, en dicho período se observó un incremento en las importaciones, como resultado de la recuperación de la actividad económica interna y del repunte de las compras externas de bienes agrícolas.

El superávit comercial acumulado de los primeros cinco meses del año se situó en 3,170 millones de dólares, que se compara favorablemente con el de 2,483 millones en el mismo lapso del año anterior. De esta manera, con el resultado de mayo, mes en que se registró el valor de exportación más alto en la historia comercial del país, suman ya 16 meses consecutivos en que se ha registrado un saldo positivo en la balanza comercial.

En el período enero-mayo las exportaciones crecieron 19% con respecto al mismo período de 1995. El valor acumulado de las exportaciones de productos manufacturados en los primeros cinco meses de 1996 creció 21.9% respecto al lapso comparable de 1995. En el mismo período las ventas al exterior del sector no maquilador se incrementaron a una tasa de 28.3% mientras que las provenientes de la maquiladora lo hicieron en 14.8%, ambos con referencia a idéntico período de 1995. Las exportaciones de manufacturas representaron 82.4% de las exportaciones totales de mercancías, mientras que las de productos petroleros constituyeron el 11.6%. Por su parte las de bienes agropecuarios y de productos extractivos no petroleros participaron con el 5.5% y 0.5% respectivamente.

El valor acumulado de las importaciones en el período enero-mayo de 1996 se incrementó 18.3%. En este dinamismo influyó de manera importante el fuerte aumento de las importaciones agropecuarias —que reflejó tanto los mayores precios internacionales de algunos de estos productos, como el aumento en el volumen importado—, causado por los efectos de la sequía padecida en amplias zonas productoras del país. En efecto, durante los primeros cinco meses de 1996 las

importaciones de bienes agropecuarios alcanzaron un monto de 1,923 millones de dólares, cifra que duplicó la registrada en el mismo lapso de 1995; este incremento contribuyó con más de 3 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento de las importaciones totales de mercancías.

En el aumento de las importaciones también influyó la recuperación que viene mostrando la economía. Así, en los primeros cinco meses del año en curso, las importaciones de bienes intermedios aumentaron 21%, las de bienes de consumo 9% y las de bienes de capital 11%.

Cuadro 12
Comercio exterior de bienes
(millones de dólares)

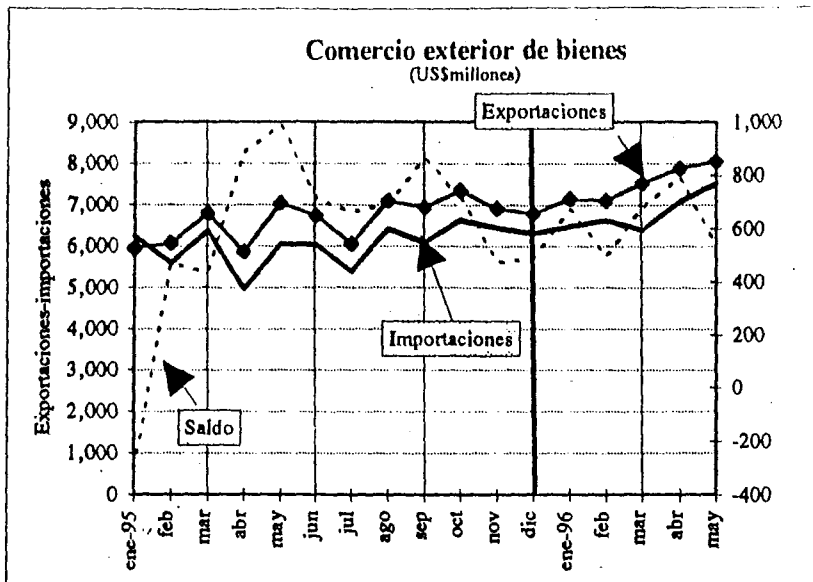
	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>Variación (%)</i>	<i>Ene-May 95</i>	<i>Ene-May 96</i>	<i>Variación (%)</i>
Exportaciones totales	61,882	79,543	28.5	31,677	37,696	19.0
Petroleras	7,545	8,832	17.1	3,527	4,377	24.1
No petroleras	53,437	71,120	33.1	28,148	33,321	18.4
Manufacturas	50,402	66,558	32.1	25,453	31,072	21.9
Agropecuarias	2,679	4,016	49.9	2,467	2,057	-16.6
Extractivas	357	546	53	228	192	-16.0
Importaciones totales	79,347	72,453	-8.7	29,195	34,526	18.3
Bienes de consumo	9,511	5,335	-43.9	2,260	2,473	9.4
Bienes intermedios	57,514	59,721	3.8	23,217	27,970	20.5
Bienes de capital	13,322	8,697	-34.7	3,672	4,083	11.2
Saldo	-17,465	7,088	n.a.	2,483	3,170	27.7

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

La inversión extranjera directa siguió una tendencia ascendente en los primeros meses de 1996. Los flujos ascendieron a 1,700 millones de dólares en el I trimestre, cifra 20% superior a la del I trimestre de 1995. Tal dinamismo habría respondido a las expectativas de reactivación sostenida de la economía que se espera a partir del II semestre de 1996

c) Perspectivas

El mayor ritmo de actividad económica incidirá en un aumento del déficit de la cuenta corriente y en un menor superávit en la balanza comercial. Se estima que para el conjunto del año la cuenta corriente arroje un saldo negativo de alrededor de 2,500 millones de dólares. También es posible anticipar que el comercio de bienes continuará registrando un superávit, aunque algo menor que el de 1995, debido a la recuperación de las importaciones y a la desaceleración de las exportaciones. Debe mencionarse en particular el impacto del fuerte incremento en el valor de las importaciones agrícolas que se espera para el presente año. En el caso de la inversión extranjera directa se espera que el flujo anual se ubique alrededor de 6,500 millones de dólares, cifra 18% mayor que la de 1995, aunque todavía por debajo del récord de 1994.



A partir de la devaluación de diciembre de 1994, las exportaciones han intensificado su dinamismo, lo que, junto con el drástico descenso de las importaciones, permitió alcanzar un superávit comercial de US\$7,000 millones en 1995. En el I semestre de 1996, se observa una desaceleración de las ventas externas y un repunte de las importaciones, que se explica por la recuperación económica. Las exportaciones manufactureras siguen creciendo a una elevada tasa, alcanzando un récord histórico en el mes de mayo.

NOTA TECNICA. CONSIDERACIONES SOBRE LA MEDICION DEL CREDITO INTERNO NETO DEL BANCO DE MEXICO

Para 1996 el Banco de México propone la adopción de una nueva definición de su crédito interno neto, que refleje la postura de la política monetaria y se asemeje a la utilizada en numerosos países. La nueva identidad define al crédito interno neto como la diferencia entre la base monetaria y los activos internacionales netos, que se emplearán en lugar de las reservas internacionales. Éstas se utilizaron en la definición del crédito interno en 1995 pero, para efectos de medir la posición de la política monetaria, resultan inadecuadas pues, por ejemplo, su incremento (i.e. el crédito interno disminuye) no necesariamente significa un retiro de liquidez de la economía.

Los activos internacionales netos del Banco de México se definen como la reserva bruta más los créditos convenio con bancos centrales a más de seis meses menos los pasivos con el Fondo Monetario Internacional menos los pasivos a menos de seis meses derivados de convenios con bancos centrales. 7/ De esta forma, las variaciones en los activos internacionales netos se convertirán en pesos utilizando el tipo de cambio aplicado a la operación generadora de cada variación. Las siguientes consideraciones pretenden aclarar el punto y exponer lo que sucedió en 1995:

a) La definición del crédito interno del Banco de México utilizada en 1995 consistió en la diferencia entre la base monetaria y las reservas internacionales. 8/ Es decir, $CRINTN = H - RINT$.

b) Esta identidad contable significa que, dada la base monetaria, un aumento en las reservas internacionales determina una caída idéntica en el crédito interno neto, cuando en la práctica no necesariamente haya habido un retiro de liquidez de la economía por parte del Banco de México.

c) La base monetaria se redujo 23% en términos reales en 1995, debido a la menor demanda de billetes y monedas, a su vez consecuencia de la recesión económica, el aumento en las tasas de interés, la caída en los salarios reales y el repunte del desempleo.

d) El aumento de las reservas (valuadas en dólares) se conjugó con la depreciación del peso a lo largo de 1995, lo que equivalió a un incremento en pesos de 87,562 millones que,

7/ Con esta definición, los activos netos del Banco de México al cierre de 1995 serían prácticamente cero (-35 millones de dólares) y, por tanto, la variación del crédito interno neto en 1995 resultaría mucho menos negativa que lo que arrojó la definición usada en el año.

8/ Las reservas internacionales se definen de acuerdo con la Ley Orgánica del Instituto Central, que indica que a los activos internacionales no se les deducen los pasivos derivados de créditos con propósitos de regulación monetaria, como los que constituyeron parte del paquete internacional de ayuda.

deducidos de la variación de la base monetaria (justamente casi \$10,000 millones), dio por resultado la dramática contracción del crédito interno neto del Banco de México.

e) Cuando, a principios de 1995, el Banco de México propuso la meta de ampliación de su crédito interno neto en \$10,000 millones, no se sabía si se iba a contar con un paquete de ayuda internacional, que posteriormente se concretó e implicó un aumento sustancial de las reservas internacionales. De acuerdo con la identidad de arriba, lo anterior se tradujo en una disminución del crédito interno neto. De hecho, la meta de expansión del crédito interno se volvió inoperante, pues su disminución, resultante de la acumulación de reservas y/o de su valuación en pesos, no implicaba el retiro de recursos financieros de la economía por parte del Banco Central y, por tanto, su utilización como indicador de la posición de la política monetaria no era adecuada.

En términos de la identidad que define al crédito interno neto, y de acuerdo al panorama monetario del Banco de México para 1996, tenemos (Δ significa variación),

$\Delta(\text{Crédito interno neto}) = \Delta(\text{Base monetaria}) - \Delta(\text{Activos internacionales netos del Banco de México})$.