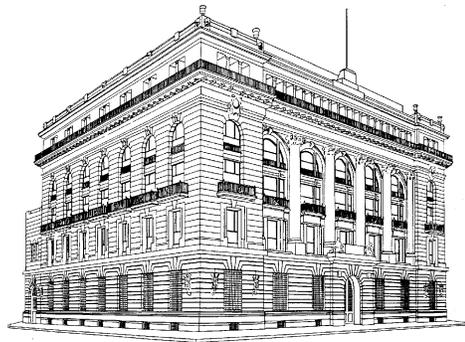


RESUMEN

Informe
Anual

1998



BANCO^{DE}MEXICO

ABRIL, 1999

RESUMEN

Introducción

Durante 1998 la economía mexicana tuvo, en general, una evolución favorable, sobre todo dado el entorno externo adverso que se enfrentó. Las principales perturbaciones del exterior consistieron en una pronunciada caída del precio del petróleo; un importante deterioro de los términos de intercambio del país; un menor crecimiento en el mundo; y una fuerte contracción de los flujos de capital del exterior.

La situación descrita se reflejó en una depreciación considerable del tipo de cambio de la moneda nacional, lo que desembocó en una inflación mayor a la prevista; expectativas inflacionarias más elevadas; presiones sobre los salarios contractuales; alza de las tasas de interés y una incipiente desaceleración de la actividad económica hacia finales del año.

El Banco de México comenzó a restringir la política monetaria desde marzo de 1998, justo cuando aparecieron los primeros indicios de que la inflación podría resultar superior a la prevista. Los ajustes más significativos se concentraron durante la segunda mitad del año, pues fue entonces cuando se resintieron los mayores choques inflacionarios.

Los ajustes presupuestales llevados a cabo durante 1998, destinados a amortiguar las perturbaciones petroleras, fueron oportunos y exitosos. De no haberse modificado la política fiscal en respuesta al desplome del precio del petróleo, el sector público hubiera tenido que recurrir al financiamiento interno --al no haber amplias oportunidades de financiamiento externo--, desplazando al

sector privado del mercado crediticio mediante las altas tasas de interés reales que hubieran resultado. También es posible que el tipo de cambio se hubiera depreciado aún más, dando lugar a una mayor inflación y, de manera indirecta, al uso del impuesto inflacionario.

En resumen, durante 1998 las perturbaciones del exterior constituyeron el factor que más afectó la evolución de los distintos indicadores de la economía nacional. Pero la política económica orientada a mitigar la inestabilidad macroeconómica causada por las turbulencias externas, moderar las presiones inflacionarias, y mantener la viabilidad de las cuentas con el exterior, creó las condiciones que permitieron que el desempeño de la economía mexicana en 1998 fuera satisfactorio.

Evolución de la Economía: Panorama General

Actividad Económica

En 1998, los aspectos más destacados de la actividad económica en México fueron los siguientes:

- (a) el Producto Interno Bruto (PIB) real registró un crecimiento de 4.8 por ciento, tasa que se situó entre las más elevadas en el mundo;
- (b) el consumo privado mostró un aumento pronunciado, dando lugar a un incremento significativo en términos per cápita;
- (c) el gasto de inversión privada fue muy vigoroso, principalmente en la primera mitad del año, por lo que este rubro resultó el componente más dinámico de la demanda agregada;
- (d) la mayoría de los sectores de la producción lograron una evolución positiva, incluyendo el agropecuario;
- (e) el sector manufacturero tuvo un desempeño extraordinario, manteniendo su tendencia alcista iniciada en el segundo semestre de 1995.
- (f) El desfavorable ambiente externo se exacerbó a partir del tercer trimestre, al observarse un recrudecimiento de la inestabilidad en los mercados financieros. Esto indujo una desaceleración de la producción y de la demanda interna, a

pesar de lo cual fue posible continuar generando nuevos empleos.

Empleo y Remuneraciones

Durante 1998, la evolución del mercado laboral fue bastante positiva, a pesar de las dificultades que enfrentó la economía mexicana. Los aspectos más destacados son los siguientes:

- (a) recuperación de la demanda de trabajo en respuesta al crecimiento de la producción. No obstante, el aumento del empleo fue más moderado que el registrado en 1997;
- (b) notable expansión de la ocupación en la industria maquiladora;
- (c) reducción de la tasa de desempleo en las áreas urbanas, continuando la tendencia a la baja que se inició en 1995;
- (d) aumentos salariales integrales en las negociaciones contractuales por arriba tanto de la inflación observada como de la esperada durante la vigencia de los respectivos contratos;
- (e) incrementos significativos en términos reales de la masa salarial en diversos sectores, particularmente en las actividades manufactureras, comercio y construcción;
- (f) mejoría de los indicadores de remuneraciones reales por trabajador, particularmente notoria en los sectores comercial, manufacturero, maquilador, y de la construcción;
- (g) aumento de la productividad del trabajo en el sector manufacturero, a un ritmo superior al de las remuneraciones reales por trabajador; consecuentemente, se redujeron los costos unitarios de la mano de obra en ese sector y se fortaleció su competitividad internacional;
- (h) menor incidencia de emplazamientos a huelga que en 1997, además de que el número de huelgas estalladas fue el más bajo de los últimos años.

Sector Externo

Durante 1998, la evolución del sector externo de la economía mexicana se destacó por los siguientes aspectos:

- (a) crecimiento significativo de las exportaciones totales, originado por la expansión ininterrumpida de las exportaciones no petroleras, en particular de las manufactureras;
- (b) crecimiento de las exportaciones no petroleras de los más altos registrados en la economía mundial;
- (c) importante caída del valor de las exportaciones petroleras, a consecuencia del drástico descenso que registró el precio internacional del petróleo;
- (d) desaceleración de las importaciones, fenómeno que se fue acentuando a lo largo del año y que resultó más marcado en las compras de bienes de consumo y de capital;
- (e) descenso acumulado de 4.5 por ciento del índice de términos de intercambio, con lo que éste alcanzó su nivel más bajo desde 1970;
- (f) balanza comercial deficitaria;
- (g) moderado déficit de la cuenta corriente medido como proporción del PIB, financiado prácticamente en su totalidad con recursos de largo plazo;
- (h) superávit en la cuenta de capital;
- (i) restricción en la disponibilidad de recursos financieros del exterior, la cual se manifestó en diversos rubros de la cuenta de capital en el segundo semestre del año;
- (j) elevado nivel de inversión extranjera directa, sustentada en una percepción favorable de los inversionistas extranjeros sobre las perspectivas de mediano y largo plazos que ofrece la economía mexicana;
- (k) moderada salida de recursos por concepto de inversión extranjera de cartera, principalmente en respuesta a los ajustes que indujo la inestabilidad financiera internacional; y,
- (l) significativa acumulación de reservas internacionales netas.

En resumen, la combinación en 1998 de un déficit en la cuenta corriente por 15,786 millones de dólares, un superávit en la cuenta de capital por 16,230 millones de dólares y una entrada neta de recursos en el renglón de errores y omisiones por 1,695 millones de dólares, resultaron en un incremento de la reserva internacional neta del Banco de México de 2,137 millones de dólares. Con ello, al cierre del año el saldo de la reserva internacional neta se ubicó en 30,140 millones de dólares, el nivel histórico más alto observado para un final de ejercicio. Por su parte, el saldo correspondiente a los activos internacionales netos alcanzó al cierre del año 23,480 millones de dólares.

Inflación

Durante 1998 la inflación anual interrumpió su tendencia decreciente seguida desde 1996, cerrando el año en 18.61 por ciento; o sea, un nivel casi tres puntos porcentuales mayor a la inflación de 1997 (15.72 por ciento), y un poco más de seis puntos porcentuales superior al objetivo de 12 por ciento que se tenía establecido para el año.

Así pues, el diferencial de 6.6 puntos porcentuales entre la inflación y la meta establecida al final del año previo, se explica prácticamente en su totalidad por el comportamiento inesperado de las siguientes variables: el tipo de cambio; los salarios; los precios de las frutas y legumbres; y los precios administrados por el sector público. Las aportaciones de cada una de ellas al diferencial en cuestión fueron, respectivamente, de 2.19, 1.59, 1.47 y 1.33 puntos porcentuales.

Política Monetaria, Cambiaria y Mercados Financieros

Política Monetaria

El programa monetario del Banco de México para 1998 se diseñó considerando que quizá la política monetaria tendría que aplicarse en un ambiente internacional adverso. Por esta razón, el programa estableció el uso de reglas específicas para evitar la generación de excesos de oferta de dinero, además de prever la posibilidad de ajustar la postura de la política monetaria -- mediante

acciones directas del banco central --, en caso de enfrentarse alteraciones inflacionarias sorpresivas.

En adición, el programa para 1998 apuntó que la política monetaria no puede por sí sola conseguir el objetivo de abatimiento de la inflación, por lo cual es básica la coordinación con otros elementos de la política económica, en particular la fiscal. Los tres ajustes fiscales acordados fueron de gran utilidad para absorber los choques externos, aminorando las presiones alcistas sobre las tasas de interés, y reduciendo el impacto sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos y el tipo de cambio. Esto último fue, en particular, de gran utilidad para limitar los impulsos inflacionarios.

Principales Elementos del Programa Monetario para 1998

En primer lugar, el Banco de México se comprometió, como regla general, a ajustar diariamente la oferta de dinero primario en forma que dicha oferta correspondiera a la demanda de base monetaria.

En segundo lugar, el Banco de México se reservó el derecho de restringir la postura de la política monetaria, en caso de que se presentaran circunstancias inesperadas que así lo aconsejasen.

Por último, el Banco de México enfatizó que se mantendría vigilante para detectar cambios súbitos en el entorno económico que pudieran afectar a nuestra economía y, en particular, a la inflación.

Aplicación del Programa Monetario para 1998

Durante todos los días de 1998, el Banco de México operó con un objetivo ya sea de cero o negativo para los saldos acumulados que lleva al sistema bancario. Es decir, en ningún momento el instituto central intentó inyectar más liquidez al mercado que la estrictamente necesaria para satisfacer la demanda de billetes y monedas, manteniendo por lo general una postura restrictiva.

A continuación se analizan las medidas restrictivas que adoptó el Banco de México en el transcurso de 1998.

Al inicio del año, los mercados financieros nacionales reaccionaron a la crisis asiática, a la expectativa de que ésta se profundizara y al deterioro del mercado petrolero. Así, las inquietudes consecuentes contrajeron durante los primeros dos meses

del año la entrada de capitales del exterior y generaron una importante depreciación en la cotización del peso.

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

A partir de finales de mayo, el entorno internacional se deterioró significativamente. En ese momento eran motivo de preocupación tanto la presión sobre las monedas de Hong Kong y China, como las dificultades de Japón para estimular su economía y resolver su problema bancario. Ante este entorno externo se acentuó la contracción de los flujos de capitales hacia países con economías emergentes -- entre los que se encuentra México. El resultado fue una mayor presión sobre el tipo de cambio, lo que a su vez incidió sobre las expectativas inflacionarias. En respuesta, el Banco de México decidió restringir aun más su postura de política monetaria, aumentando el “corto” de 20 a 30 millones de pesos.

Durante agosto, se presentó el colapso del régimen cambiario de Rusia, en el contexto de una severa crisis de solvencia, lo que obligó a ese país a declarar la moratoria sobre su deuda externa e interna, a adoptar controles de capital y a intervenir la mayoría de sus bancos. Se desató entonces una profunda crisis económica y política. El colapso ruso tuvo grandes repercusiones sobre los países con mercados emergentes.

Debido a que las presiones sobre el tipo de cambio durante agosto se fueron materializando pausadamente, el Banco de México tuvo que adoptar poco a poco medidas monetarias restrictivas adicionales.

Así, el Banco de México decidió incrementar el “corto” de 30 a 50 millones de pesos y una semana después el instituto central procedió a restringir aún más la política monetaria, aumentando el “corto” de 50 a 70 millones de pesos.

Ante el agravamiento de la situación externa, la Junta de Gobierno del Banco decidió reforzar los instrumentos de la política monetaria. La primera de ellas mediante la reducción de las facilidades de crédito intradía que el banco central ofrece a las instituciones bancarias a través del Sistema de Pagos de Uso Ampliado (SPEUA).

Asimismo, para fortalecer el efecto de los “cortos” sobre las tasas de interés en agosto el Banco de México decidió establecer

para sus operaciones tan sólo durante unos días una tasa de interés mínima de 27 por ciento. De esta manera, se procuró que las tasas de interés de fondeo se comportaran de manera más congruente con la evolución del tipo de cambio.

En esa misma línea, el Banco de México anunció a finales de agosto que a partir del 2 de septiembre las instituciones de crédito quedaban obligadas a constituir depósitos en el instituto central a un plazo indefinido, a razón de 1,250 millones de pesos por día hábil, hasta alcanzar un monto acumulado de 25,000 millones de pesos. Dichos depósitos devengarían una tasa de interés equivalente a la TIIE a 28 días.

Así, por medio de esta última acción, el Banco de México se movió en la dirección de lograr en poco tiempo una posición acreedora en el mercado de dinero. Con una posición acreedora, los “cortos” se vuelven más efectivos para inducir movimientos al alza de las tasas de interés. Por tanto, el mecanismo de depósitos obligatorios no debe considerarse como un sustituto sino más bien como complemento de los “cortos”.

Sin embargo, al inicio de septiembre se recrudecieron las turbulencias provenientes del exterior. La liquidación de posiciones en países con mercados emergentes por inversionistas institucionales y la contracción de la oferta de recursos a esas economías, despertó dudas sobre la solidez de las divisas de algunos países de Latinoamérica con regímenes de tipo de cambio predeterminado, especialmente sobre la moneda brasileña. Los temores sobre la sostenibilidad del real redujeron aún más los flujos de capital hacia Latinoamérica, incluyendo México, por lo que las presiones sobre la cotización de la moneda nacional se intensificaron en el contexto de un mercado cambiario bastante ilíquido.

Aunado a lo anterior, la cotización del peso mexicano también se vio afectada en ese periodo, debido a que nuestros mercados de cobertura cambiaria representaron, a los ojos de muchos inversionistas extranjeros, un vehículo apropiado para cubrir los riesgos de una posible devaluación del real brasileño.

Al alcanzar el tipo de cambio el 10 de septiembre un nivel de 10.64 pesos por dólar, y al haberse depreciado durante el día en más de 3 por ciento, la Comisión de Cambios decidió que el Banco de México interviniera en el mercado cambiario, en complemento de las ventas de moneda extranjera que de todas maneras hizo el instituto emisor mediante la operación del mecanismo automático vigente desde febrero de 1997. La citada intervención tuvo como objetivo aumentar el riesgo de la especulación en contra de la

moneda nacional, mas no pretendió defender algún nivel específico del tipo de cambio. En apoyo de la intervención en el mercado de cambios, el Banco de México decidió restringir adicionalmente la política monetaria, elevando el monto del “corto” de 70 a 100 millones de pesos.

El 30 de noviembre la Junta de Gobierno del instituto central acordó incrementar el “corto” aun más a 130 m.p., aunque esta acción fue cualitativamente diferente a las modificaciones anteriores de dicho instrumento. Mediante aquellas se intentó contrarrestar perturbaciones inflacionarias inesperadas; la del final de noviembre se aplicó con dos propósitos: paliar la revisión al alza de las expectativas inflacionarias, que se dio en respuesta a los ajustes en precios públicos que se anunciaron en ese entonces; y, evitar reacciones desordenadas de precios, para estar en posibilidad de alcanzar en 1999 la meta de inflación del 13 por ciento.

Cabe mencionar que durante 1998, el Banco de México respetó en todo momento su regla de operación básica, según la cual ajusta diariamente la oferta de dinero primario a la demanda de la base monetaria. La trayectoria de ésta, por su parte, se mantuvo durante prácticamente todo el año dentro de la banda en la cual era previsible que se moviera según el pronóstico que se había publicado. Además, en congruencia con lo anterior, en 1998 la base monetaria se desaceleró en forma significativa, prolongando la tendencia establecida en 1997. En cuanto a sus componentes— crédito interno neto y activos internacionales netos—su comportamiento se ajustó a lo previsto en el programa monetario para el año.

Política Cambiaria

Durante 1998, se mantuvo sin alteración la política cambiaria. El régimen de flotación continuó vigente, al igual que los mecanismos automáticos de intervención del Banco de México en el mercado de cambios. Además, en 1998 se confirmó lo que ha venido sucediendo desde 1995, en cuanto a que las intervenciones discrecionales de la autoridad en el mercado de divisas son muy esporádicas, respondiendo únicamente a fenómenos extraordinarios.

Lo más sobresaliente durante 1998 en el ámbito cambiario, fue la depreciación que mostró la paridad del peso mexicano con respecto al dólar de los Estados Unidos. Esta dinámica del tipo de cambio respondió fundamentalmente a las perturbaciones externas inusitadas que fueron surgiendo a lo largo de 1998.

Si bien la depreciación cambiaria produjo durante 1998 una inflación en México superior a la que se tenía como objetivo, de ninguna manera se debe desestimar la contribución que hizo el régimen de flotación al proceso de absorción de los choques del exterior. Estos causaron una marcada contracción de la oferta de recursos externos hacia el país, a lo cual la economía se pudo ajustar mediante una depreciación del tipo de cambio real y un incremento de las tasas de interés reales, lográndose preservar las reservas internacionales.

La flexibilidad del tipo de cambio también contribuyó, entre otros factores, a que la tasa de crecimiento de nuestras exportaciones se mantuviera a niveles relativamente altos, a pesar de las difíciles condiciones prevalecientes en el exterior. Es oportuno recordar que el dinamismo de las exportaciones mexicanas --en particular de las no petroleras-- fue un elemento toral para la recuperación y sostenimiento del alto crecimiento económico en el país, durante el periodo 1996-1998.

Siguiendo los lineamientos establecidos por la Comisión de Cambios, durante 1998 el Banco de México participó en el mercado cambiario fundamentalmente por vía de dos mecanismos: mediante la compra de dólares a través de opciones, y por medio del esquema de ventas contingentes de dólares. Según se mencionó, como un evento excepcional, en una ocasión el instituto central vendió moneda extranjera de manera discrecional. Ello, a fin de restablecer el orden en el mercado en una situación de iliquidez, y desincentivar actividades especulativas en contra de la moneda nacional que estaban resultando desestabilizadoras.

Durante 1998, el Banco de México compró a través del mecanismo de opciones 1,428 millones de dólares, monto significativamente menor al adquirido en 1997 (4,225 millones de dólares). La motivación para dicha acumulación es que un monto mayor de activos internacionales contribuye a aumentar la solidez financiera del país, haciendo posible obtener mejores condiciones en cuanto al costo y plazo en los financiamientos externos.

A la inversa de lo sucedido con el mecanismo de las opciones, durante 1998 el Banco de México participó con mayor frecuencia en el mercado de cambios mediante el esquema de ventas contingentes de dólares. En 1998 la variabilidad diaria del tipo de cambio fue mucho mayor que en 1997, por lo que se presentó con mayor frecuencia la condición que hace razonable que las instituciones de crédito participen en la subasta de venta de dólares. Así, mientras en 1998 el Banco de México vendió por el mecanismo

descrito un total de 895 millones de dólares, en 1997 dicho monto fue de 600 millones de dólares. El propósito de ese esquema es tan sólo el de moderar las fluctuaciones del tipo de cambio, no el de defender niveles específicos de la cotización de la moneda nacional.

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

Consideraciones Finales

Dado que la inflación de 1998 resultó mayor que la de 1997, y que aún se encuentra en un ritmo elevado e inestable, resulta prioritario restablecer su tendencia decreciente. A la consecución de este fin se ha abocado precisamente la conducción de la política monetaria desde finales de 1998, habiéndose observado ya evoluciones favorables en el frente inflacionario durante los primeros cuatro meses de 1999.

La intención de la Junta de Gobierno de lograr en corto tiempo la inflexión de la tendencia alcista del crecimiento de los precios se hizo patente en noviembre de 1998, cuando el instituto emisor restringió la política monetaria en apoyo del objetivo de inflación de 13 por ciento para 1999.

El mantenimiento de una política económica adecuada, en un contexto externo menos grave que el de 1998, ha resultado en una evolución favorable de los principales agregados macroeconómicos en los meses recientes. Desde la perspectiva del instituto central, lo más importante es que, repetidamente, la tasa de inflación observada ha estado por debajo de la anticipada por los analistas y operadores de los mercados financieros nacionales. En consecuencia, las expectativas para el incremento de los precios en 1999 se han revisado significativamente a la baja, aunque continúan por arriba del objetivo de 13 por ciento.

Esta trayectoria permite dos conclusiones clave. Primero, que la postura de la política monetaria ha sido la apropiada. Segundo, que el avance ha sido notable, pero la meta está lejos todavía de las expectativas prevalecientes. Frente a esta situación, el Banco de México reitera su intención indeclinable de reducir la inflación en definitiva y de actuar en consecuencia.

En lo específico, hay tres asuntos de relevancia nacional en cuya solución la estabilidad tiene mucho que aportar: el fortalecimiento del sector financiero y de las finanzas públicas, y al bienestar de las clases mayoritarias del país.

Además de una política monetaria orientada a ese fin, una desinflación gradual pero sostenible requiere de la concurrencia del resto de las políticas económicas y de la consolidación de un consenso social en favor de la estabilidad.

Aplicando lo anterior a nuestra realidad inmediata, sería muy conveniente que en las próximas negociaciones salariales que se lleven a cabo, los acuerdos no se sustenten en expectativas de inflación extrapoladas a partir de la historia inflacionaria reciente, sino en aquellas que sean congruentes con el objetivo para el año. El Banco de México ha estado orientando sus acciones para conseguir este resultado y, como ya se mencionó, se ha hecho progreso al respecto

Mientras más rápida sea la corrección de las expectativas de inflación, más aceleradamente se reducirán las tasas de interés nominales y reales y menos oneroso será el costo de la estabilización en términos de crecimiento y empleo. Durante los primeros meses de 1999, ha sido estimulante observar como en la medida en que se abaten las expectativas de inflación, las tasas de interés declinan.

Durante 1999, el Banco de México desplegará en el ámbito de su competencia, acciones orientadas a fortalecer nuestro sistema financiero. A este respecto, es importante redoblar los esfuerzos para eficientar la supervisión de las instituciones financieras, adecuar el marco regulatorio para que éste se apegue cada vez más a los estándares más estrictos en el mundo y facilitar los mecanismos de capitalización de la banca. También se insistirá ante las autoridades pertinentes sobre la conveniencia de mejorar sustancialmente el funcionamiento del sistema judicial en el país.

La economía de México transita actualmente por una etapa muy trascendente. En el frente de la moneda se ha logrado recuperar la tendencia descendente de la inflación y la confianza se ha fortalecido, lo cual se refleja en el comportamiento de los mercados de dinero, cambiario y bursátil. Tenemos que perseverar en esa dirección. Más que motivo de complacencia esos resultados deben entenderse como un llamado a acelerar el paso y cerrar filas. Esa es la forma concurrente y solidaria en que se está consiguiendo y se logrará sostener el progreso de México.