

La actividad económica en 1985

Banco de México

I. Antecedentes

Una adecuada comprensión de las causas que determinaron la evolución de la economía durante 1985 requiere de una breve revisión de los principales acontecimientos económicos ocurridos en 1984. La tasa anual de crecimiento del producto de las actividades industriales a precios constantes pasó de 2.4 y 1.6 por ciento en los primeros dos trimestres del año, respectivamente, a 5.7 y 8.9 por ciento en los trimestres subsecuentes. Desde el punto de vista de la demanda, este crecimiento estuvo acompañado primordialmente por la expansión de las exportaciones en el primer semestre. En el segundo, en cambio, se observó un repunte de la demanda interna que empezó a reducir los excedentes exportables. La tasa de incremento respecto al mismo período del año anterior del valor en dólares de las exportaciones no petroleras pasó de 53.4 y 27.5 por ciento, en los dos primeros trimestres del año, respectivamente, a 16.1 y -5.5 por ciento en el tercero y cuarto; la tasa de incremento del índice de ventas de bienes de consumo duradero, en cambio, pasó de -25.7 y -9.2 por ciento a 16 y 29.8 por ciento, y la del índice de inversión fija aumentó de -3.5 y -0.8 por ciento en los

dos primeros trimestres a 14.9 y 12.8 por ciento en el tercero y cuarto trimestres de 1984.

A partir del último trimestre se empezaron a observar cambios preocupantes en algunas variables fundamentales. La tendencia descendente de la inflación se detuvo, la acumulación de reservas internacionales se revirtió y se deterioró la cuenta corriente de la balanza de pagos. Entre las causas más importantes de este deterioro se encuentra, en primer lugar, la rápida recuperación en la actividad económica al final de 1984, que resultó mayor de lo conveniente para una economía en proceso de ajuste. El gasto privado en particular mostró una notable expansión, como reflejo de mejores expectativas, de la respuesta acelerada de un aparato productivo con capacidad ociosa y de los efectos de una política de incentivos fiscales a la inversión. En segundo lugar, cabe destacar los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP), que habiéndose presupuestado en 1.5 billones de pesos, se elevaron hasta sumar 2.8 billones (9.6% del PIB). Como resultado de la evolución desfavorable de los ingresos y los egresos públicos (entre los cuales destacó el aumento en los pagos por intereses de la deuda externa), el déficit público no se contrajo con la oportunidad ni en la magnitud requeridas para permitir que, en un contexto de bajo financiamiento del exterior, la creciente demanda de crédito del sector privado fuera satisfecha sin afectar la acumulación de reservas internacionales.

Las tendencias desfavorables que caracterizaron al último trimestre del año aumentaron las dificultades a las que la política económica habría de hacer frente en 1985. El dinamismo de la demanda limitó la caída de la inflación, deterioró la balanza comercial, presionó el mercado cambiario y aumentó la vulnerabilidad de la economía frente a las perturbaciones del exterior. Por otra parte, el déficit de 1984 retrasó la reducción del monto real

Se reproduce el texto del "Informe sobre la situación económica del país, 1985" que publicó el Banco de México conforme lo establece la fracción XII del artículo 25 de su Ley Orgánica. Cabe aclarar que en el documento se indica que las cifras correspondientes a 1985 son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones posteriores. También se precisa que aunque los datos son congruentes en cada apartado, pueden aparecer discrepancias entre ellos debido a que en cada sección se usan fuentes y metodologías distintas.

El texto que aquí se presenta excluye los anexos y el apéndice estadístico. La Redacción hizo pequeños cambios editoriales y es responsable del título.

de la deuda pública a niveles más manejables. Con el tiempo, los mencionados factores harían necesario un ajuste de las finanzas públicas más agudo del que se hubiera requerido en 1984, a fin de contrarrestar los efectos de una deuda elevada del sector público, agravados por el debilitamiento del mercado petrolero mundial.

La caída del precio medio de exportación del crudo mexicano explica en buena medida el deterioro de 21% que de 1982 a 1984 sufrieron los términos de intercambio del país; además, significó en el citado período una disminución en los ingresos por exportación de crudo de cerca de 3.3 miles de millones de dólares anuales en promedio, respecto de los niveles que se habrían alcanzado si el precio medio hubiese mantenido su valor de 1981 (33.20 dólares por barril). Lo anterior, junto con el elevado endeudamiento externo contraído en 1981 y 1982, provocó que en la balanza de pagos la proporción de los egresos por concepto de intereses respecto de los ingresos por exportación de crudo aumentara de 63% en 1981 a 78.3% en 1984.

II. La política económica y la evolución de la economía en 1985

En 1985 la economía creció por segundo año consecutivo y se observaron avances importantes en el cambio estructural. El empleo registró un incremento significativo que continuó la favorable evolución que se había advertido en el año anterior. Asimismo, la racionalización de la protección prosiguió al acelerarse la sustitución de permisos de importación por aranceles, y se adelantó en el proceso de reducción del tamaño del sector público.

A pesar de lo anterior, en 1985 se revirtió la tendencia descendente de la inflación anual que se había dado desde abril de 1983; el mercado cambiario volvió a mostrarse inestable, y el proceso de saneamiento de las finanzas públicas se enfrentó a algunas dificultades.

Las tendencias desfavorables de la actividad económica se debieron, entre otras causas, al deterioro de los términos de intercambio que sufrió el país en 1985 y a una escasa disponibilidad de crédito externo. Esta última obligó a que los requerimientos del sector público y el crecimiento de la inversión y el consumo privados se financiaran casi exclusivamente con recursos internos, lo que provocó fuertes presiones en los mercados financieros y empujó al alza las tasas de interés internas. Además, que la disponibilidad de recursos del exterior, escasa como fue, se presentara hasta la segunda parte del año, determinó un adelanto en el crecimiento de la deuda pública interna y, por consiguiente, un incremento en el gasto por concepto de intereses de la misma.

Cifras preliminares del Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática indican que el valor del PIB a precios constantes creció 2.7%, tasa menor en un punto porcentual a la del año anterior. Los indicadores del empleo, en cambio, registraron una mejora respecto de los niveles que habían alcanzado en 1984 gracias, en parte, a la moderación de las demandas salariales. El número total de asegurados en el IMSS, que en 1984 había aumen-

tado 4.9%, se incrementó 8.5% en 1985. Asimismo, en la industria manufacturera, el número total de horas-hombre trabajadas, que en 1984 se había reducido 0.4%, se elevó 3.8% en 1985, mientras que el personal ocupado, que había disminuido 1%, se incrementó 2.3 por ciento.

Durante la mayor parte de 1984, el dinamismo de la economía estuvo alimentado por la demanda externa y por la mejoría de las condiciones financieras de las empresas, condiciones cuyo deterioro había limitado la oferta en años anteriores. El proceso de recuperación de la inversión y del consumo interno iniciado en 1984 continuó durante el primer semestre de 1985, pero en la segunda mitad del año se desaceleró como resultado de varios factores: las exportaciones disminuyeron influidas, en parte, por la caída del tipo de cambio real en el primer semestre. Asimismo, el deterioro de la balanza de pagos y de las reservas del Banco de México en el mismo lapso hizo necesaria una política de absorción de recursos crediticios por parte del instituto central, la cual afectó negativamente el ritmo de la actividad económica a partir del segundo semestre. Finalmente, las expectativas de inflación se deterioraron durante la primera mitad del año, influyendo desfavorablemente sobre la actividad económica.

El aumento de la demanda interna de crédito, originado por la rápida recuperación del gasto privado y por los elevados RFSP aunado a una disminución en términos reales de la intermediación financiera, a la caída de los ingresos por exportación del petróleo y a una contratación de crédito externo menor que la programada, propiciaron que las reservas internacionales del Banco de México, que el año anterior habían crecido en 3 201 millones de dólares, se redujeran en 2 328 millones en 1985. Asimismo, el superávit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que en 1984 había sido de 4 238 millones de dólares, en 1985 disminuyó a sólo 541 millones.

En el terreno cambiario, la cotización en el mercado controlado sufrió una devaluación de 20% hacia finales de julio y el régimen de deslizamiento uniforme que se le había venido aplicando desde el 20 de diciembre de 1982 se modificó a partir del 5 de agosto, adoptándose en su lugar el régimen llamado de flotación controlada. El tipo de cambio controlado alcanzó al término de 1985 un valor de 372.20 pesos por dólar, cifra que representó una depreciación de 93% durante el año. Por otra parte, la cotización en el mercado libre al término de 1985 fue de 450 pesos por dólar, lo que representó una depreciación de 114% durante el año.

La inflación, medida por el incremento del Índice Nacional de Precios al Consumidor respecto del mismo período del año anterior, pasó de 59.2% en diciembre de 1984 a 63.7% en diciembre de 1985. La evolución de los precios no correspondió íntegramente a la depreciación cambiaria. Esto es explicable por las medidas de esterilización crediticia que se instrumentaron durante 1985, por el lapso que normalmente se da entre el aumento del tipo de cambio y el de los precios y, en parte, por el inicio del proceso de apertura comercial.

La evolución de los requerimientos y disponibilidades de financiamiento interno constituye un factor de gran importancia en la explicación de las dificultades económicas de 1985. Aun-

que la diferencia entre los ingresos y los egresos públicos antes de intereses netos siguió siendo positiva en 1985 (1.676 billones de pesos), la meta de 5.1% que se había fijado para la participación de los RFSP en el PIB no se alcanzó y el porcentaje que los mencionados requerimientos representan del PIB aumentó de 9.6% en 1984 a 10.1% en 1985.¹ Ello se debió, en primer lugar, a la caída del valor de las exportaciones petroleras, que determinó que los ingresos públicos por este concepto se redujeran de 9.7% del PIB en 1984 a 8.4% en 1985. Por otra parte, la participación en el PIB de los ingresos públicos no petroleros también disminuyó (de 20.8% del PIB en 1984 a 20.2% en 1985) como resultado primordialmente de la erosión en la recaudación tributaria provocada por la inflación y del deterioro en términos reales de los precios y tarifas del sector público. Finalmente, el hecho de que en 1984 los RFSP hayan representado 9.6% del PIB en lugar del 6.5% que se había previsto, trajo como consecuencia un aumento del gasto a realizarse en 1985 por concepto del servicio de la deuda pública y dificultó la presupuestación para este último año. Por ello, aunque el gasto público en bienes y servicios no financieros se redujo de 29.2% del PIB en 1984 a 28.5% en 1985, tal disminución fue insuficiente para compensar el efecto de los factores mencionados.

Como resultado de las causas que se han venido analizando, el déficit financiero,² que se había presupuestado en 2.197 billones de pesos, alcanzó al término de 1985 un nivel de 4.535 billones. Las desviaciones más importantes en relación con lo presupuestado fueron los mayores egresos por intereses, 1.097 billones de pesos (25%), los menores ingresos por exportación de petróleo, 0.507 billones (15%), la mayor intermediación financiera, 0.451 billones (164%), y el gasto programable con 1.305 billones (13%).

El efecto negativo del déficit en 1985 se agudizó al estar acompañado de una considerable desaceleración en la disponibilidad institucional de recursos internos. Además, esta limitada disponibilidad estuvo aparejada a una vigorosa recuperación en la demanda privada de recursos.

La escasa disponibilidad de recursos internos estuvo determinada por la combinación de perspectivas inflacionarias y de inestabilidad en el tipo de cambio controlado durante la primera mitad del año. Posteriormente, la incertidumbre derivada de los sismos que en septiembre afectaron a la ciudad de México, provocó en el tercer trimestre de 1985 una disminución de la oferta interna de fondos. Como consecuencia de estos factores, a partir de agosto la tasa mensual de crecimiento de los instrumentos monetarios y de ahorro ofrecidos al público por el sistema financiero se redujo casi sin interrupción por debajo de la tasa mensual de inflación. El valor real de dichos instrumentos, que en enero de 1985 era 3.5% mayor que el observado un año antes, registró

1. Las cifras que se mencionan en este informe como porcentaje del PIB son preliminares, toda vez que la estimación de este agregado tiene ese mismo carácter.

2. El concepto de "déficit financiero" del sector público se refiere a los requerimientos financieros calculados a partir de la diferencia entre los ingresos y los gastos públicos. En cambio, el de "requerimientos financieros del sector público" corresponde al cálculo del déficit a partir de las fuentes de financiamiento. Debido a discrepancias metodológicas, las cifras correspondientes a cada concepto pueden diferir ligeramente.

en diciembre una disminución de 12.1% respecto al mismo período del año anterior.

Por otra parte, el crédito neto al sector público proveniente del exterior, que en 1984 fue de 2 189 millones de dólares, se redujo en 1985 a únicamente 390 millones, cantidad insuficiente para mantener un flujo positivo en términos reales de financiamiento externo.³

La combinación de escasez de financiamiento externo con las presiones de financiamiento interno revirtió la tendencia de la acumulación de reservas internacionales que se venía observando desde 1983. Así, el día último del año, la reserva bruta de activos internacionales del Banco de México alcanzó un importe de 5 806 millones de dólares, que si bien fue superior al máximo alcanzado en administraciones anteriores, representó, sin embargo, una disminución respecto del nivel registrado al cierre de 1984.

La evolución de los mercados financieros se reflejó en la actividad económica en dos fases claramente diferenciables: una, durante el primer semestre, en la que el dinamismo mostrado por la economía desde finales de 1984 se acentuó, y otra, en el segundo semestre, de desaceleración. Así, en la primera mitad del año, el rápido crecimiento del crédito siguió favoreciendo la recuperación de la demanda interna de bienes y servicios, y en especial del gasto en inversión bruta fija. Éste, estimulado por incentivos de orden tributario, se incrementó en términos reales en los primeros dos trimestres de 1985, 13.9 y 14.6 por ciento, respectivamente, en relación con los períodos correspondientes del año anterior, en tanto que el consumo privado creció 4.1 y 3.7 por ciento a precios constantes. Tal comportamiento de la demanda interna explica en buena medida las caídas de 8 y 6 por ciento, en relación con los dos primeros trimestres de 1984, del valor real de la exportación de bienes y servicios en los primeros dos trimestres de 1985.⁴

El dinamismo de la producción durante el primer semestre respondió también a factores que influyeron positivamente sobre la oferta agregada: la creciente disponibilidad de capital de trabajo para las empresas, proveniente de recursos tanto propios como crediticios; la existencia de márgenes apreciables de capacidad instalada no utilizada; la reducción del precio relativo de los insumos importados, originada por la disminución en el tipo de cambio real⁵ de 18.9% en promedio en el primer semestre de 1985 respecto del mismo período del año anterior, y la disminución del precio relativo de los insumos energéticos, que después de

3. El saldo de la deuda pública externa, incluyendo los créditos del Commodity Credit Corporation, se redujo 0.5% en términos reales de diciembre de 1984 a diciembre de 1985, es decir, en 362 millones de dólares a precios de 1985 de Estados Unidos.

4. Cifra correspondiente al sistema de cuentas nacionales que contabiliza únicamente las importaciones y exportaciones de uso final y se lleva en pesos, y que no debe confundirse con la estadística de balanza de pagos, que contabiliza toda la importación y la exportación y se lleva en dólares.

5. El "tipo de cambio real" es un concepto que relaciona el poder de compra de una moneda en su propio país con el de otra moneda o conjunto de monedas en sus respectivos países. El tipo de cambio real disminuyó en el lapso referido, porque durante el mismo los precios en México subieron más que en otros países con los cuales comercia, a la vez que el aumento del tipo de cambio nominal no alcanzó a cubrir los diferenciales de inflación.

augmentar 9.3% en promedio durante 1983, se redujo 4.1% en 1984 y 7.5% en promedio durante el primer semestre de 1985, con relación al mismo período del año anterior.

A pesar del rápido crecimiento de la demanda interna en el primer semestre, en mayo y junio las ventas resultaron inferiores a lo esperado por las empresas. Ello, junto con expectativas cambiantes e inflacionarias desfavorables, ocasionó una acumulación de existencias que, aunada a las restricciones crediticias, afectó negativamente la inversión y la producción desde los inicios del tercer trimestre.

Las actividades industriales que mostraron mayor dinamismo durante 1985 fueron la generación de energía eléctrica, la producción manufacturera y la construcción, las cuales crecieron 6.9, 5.8 y 2.5 por ciento respectivamente. Entre las actividades manufactureras destacó el rápido crecimiento de las industrias de textiles y prendas de vestir, productos minerales no metálicos, y productos metálicos y maquinaria, cuyos volúmenes de producción aumentaron 5, 8.3 y 14.3 por ciento respectivamente. La producción minera, en cambio, aumentó en sólo 1% durante el año, primordialmente como reflejo de la contracción de 0.9% que sufrió la industria petrolera. Esta contracción se dio en todas las actividades petroleras. La extracción de petróleo, la petroquímica básica y la refinación de petróleo disminuyeron 0.7, 1.4 y 1.1 por ciento, respectivamente. Por otra parte, la producción agrícola, que representa alrededor de 5.5% del PIB, creció 7% respecto del mismo período del año anterior en el ciclo otoño-invierno, e informaciones preliminares indican que la producción en el ciclo primavera-verano se incrementó 0.5 por ciento en relación con la del mismo ciclo de 1984.

En la evolución de la tasa de inflación pueden distinguirse también dos etapas durante 1985. En el primer semestre se observó una tendencia declinante y el Índice de Precios al Consumidor registró un incremento de 57% respecto al primer semestre de 1984. En mayo y junio, los precios al consumidor crecieron sólo 2.4 y 2.5 por ciento respectivamente, las menores tasas desde noviembre de 1981. A lo anterior contribuyeron varios factores que contrarrestaron el efecto inflacionario del incremento en la tasa de depreciación del peso que se dio a partir de marzo. En primer lugar, en mayo y junio el índice de precios de artículos sujetos a control aumentó únicamente 1.6 y 1.5 por ciento respectivamente, como resultado de los reducidos incrementos autorizados, sobre todo para los alimentos básicos, pero también para insumos como el acero y petroquímicos y para los precios de garantía. En segundo lugar, las abundantes cosechas del ciclo otoño-invierno 1984-1985 contribuyeron a reducir durante todo el primer semestre el crecimiento de los precios de los alimentos que no están sujetos a control. Finalmente, el crecimiento de las importaciones observado en los primeros meses del año también actuó como moderador de la inflación al aumentar la oferta interna de bienes.

En el segundo semestre de 1985, sin embargo, el Índice Nacional de Precios al Consumidor empezó a reflejar el efecto de los desequilibrios que se habían gestado desde el segundo semestre de 1984 y de sus secuelas cambiarias. Así, en el primer semestre del año en curso los precios al consumidor se incrementaron 58.3% con respecto al mismo período de 1984, a pesar de que de julio a diciembre los precios controlados crecieron a una tasa

anual inferior en 3.8 puntos porcentuales a la de los no controlados (55.8 contra 59.6 por ciento).

Con objeto de contrarrestar el efecto negativo de la elevada demanda de crédito sobre los agregados monetarios y por ende sobre las reservas internacionales y el tipo de cambio, a partir del primer semestre de 1985 se adoptaron varias medidas de restricción al financiamiento: en marzo se emitieron bonos de regulación monetaria por un importe total de 250 000 millones de pesos, y en junio la Asociación Mexicana de Bancos convino con el Banco de México que los bancos comerciales otorgaran al sector público 35.2% de los recursos captados por ellos a partir de entonces en adición al porcentaje que de acuerdo con las disposiciones vigentes debía asignarse a tal propósito. En la última parte del año, el Banco de México dispuso que los bancos comerciales limitaran su financiamiento, a partir de diciembre, al saldo vigente al finalizar octubre.

Medidas como las descritas, aunque restringen la expansión de la demanda interna, resultan indispensables para atenuar los efectos más críticos de requerimientos elevados de crédito en tanto se corrigen los factores externos que inciden negativamente sobre la hacienda pública y empiezan a operar políticas fiscales que, al mejorar en forma sostenida las finanzas públicas, pueden eliminar en el largo plazo la inestabilidad cambiaria y financiera. A la larga, sin embargo, la astringencia crediticia no corrige los efectos inflacionarios que se derivan de la persistencia de déficit públicos excesivos y de la insuficiente disponibilidad y alto costo de los recursos externos, porque si los déficit no son financiados directamente por el instituto central, la proporción de los activos del sector privado que representa la deuda pública más sus intereses crecerá continuamente. Este proceso requeriría que las tasas de interés pagadas sobre dicha deuda se elevaran, por dos razones. En primer lugar, para que la deuda gubernamental pudiese competir con otros activos financieros nacionales e internacionales disponibles para los ahorradores privados. En segundo, para estimular el ahorro necesario para financiar la carga creciente en el presupuesto público, que en tal caso representarían los egresos financieros. Este proceso de endeudamiento, mediante el cual la sociedad transferiría continuamente cantidades en aumento de recursos al sector público a expensas de los prestarios privados, implicaría problemas cada vez mayores.

Por otra parte, la solución a las dificultades a que daría lugar la persistencia de una política monetaria restrictiva en presencia de una demanda elevada de crédito no podría radicar en la baja de las tasas de interés. Dada la existencia de otras oportunidades de inversión o de consumo, tanto en el extranjero como dentro del país, la reducción de los rendimientos de la deuda pública por decisión administrativa provocaría que el ahorro no se canalizara a dichos instrumentos y de esa manera obligaría a recurrir al crédito primario. Una política monetaria de estabilidad se volvería en consecuencia imposible.

En suma, una política monetaria restrictiva es insuficiente por sí misma para mejorar en forma sostenida tanto las perspectivas inflacionarias como de tasas de interés y de tipo de cambio. Puesto, sin embargo, ser una medida útil si viene acompañada por el ajuste de gastos e ingresos públicos y por mejores condiciones en la disponibilidad y el costo de los recursos crediticios del exterior.

Las disposiciones crediticias descritas, en combinación con las medidas cambiarias adoptadas en el segundo semestre, dieron resultados positivos: se detuvo la caída de las reservas internacionales del instituto central y entre el 16 de agosto (fecha en que las reservas brutas alcanzaron su nivel más bajo en el año) y el 31 de diciembre, aumentaron en 672.4 millones de dólares. Asimismo, la cotización del dólar en el mercado libre, que debido en parte a las secuelas del sismo del 19 de septiembre y a la caída del turismo, había aumentado 91.1% de julio a octubre, no sólo se estabilizó en noviembre y diciembre, sino que registró una disminución de 5.3% respecto a su nivel al final de octubre. Dado que el tipo de cambio controlado se deslizó en promedio 83 centavos diarios durante noviembre y diciembre, el diferencial entre el tipo de cambio libre y el controlado, que había llegado a un máximo de 47.4% en octubre, se redujo al 31 de diciembre a 20.6 por ciento.

III. Finanzas públicas

A pesar de que la proporción que el gasto público total neto de intereses representa en el PIB cayó en 1985 por cuarto año consecutivo para alcanzar así un nivel (28.5%) inferior en 9.4 puntos porcentuales al registrado en 1982, el déficit financiero⁶ del sector público para 1985, que se había programado en 2.197 billones de pesos, ascendió al finalizar el año a 4.535 billones. En consecuencia, el tamaño del déficit financiero en relación con el de la economía (medido por la proporción de déficit a PIB) se elevó al tiempo que la demanda privada por crédito repuntaba a consecuencia de la reactivación económica.

El aumento del déficit financiero del sector público por encima de lo presupuestado se explica por varias razones. En primer lugar, como consecuencia del acelerado crecimiento de la economía en el último trimestre de 1984 y de sus efectos sobre la inflación, los tipos de cambio y las tasas de interés, las cifras proyectadas del cierre de las finanzas públicas en ese año —cifras con base en las cuales se elaboró el Presupuesto de Egresos de la Federación en octubre— subestimaron el déficit que se observó al término de 1984, y por lo tanto, el saldo de la deuda pública al finalizar ese año. Por ello, si se calculan los egresos por intereses para 1985 aplicando el costo del crédito previsto en el presupuesto (es decir, un CPP de 43.8%) a los saldos de la deuda pública observados al término de 1984, pueden explicarse 160 000 millones de pesos de la discrepancia de 2.338 billones entre el déficit financiero presupuestado y el observado para 1985.

En segundo lugar, el repunte de la inflación en el último cuatrimestre de 1984 determinó que las previsiones respecto de la tasa de inflación en el presupuesto de 1985 (formulado en octubre y noviembre de 1984) fueran rebasadas por los hechos. En particular, en el presupuesto se estimaba que para diciembre de 1985 la inflación se habría reducido a 35%. Al iniciarse el año, sin embargo, un descenso tan marcado ya resultaba poco probable. Si se calculan los egresos por intereses con base en una proyección de inflación de 50% —cifra que parecía más factible que una de 35%, dados los resultados macroeconómicos del último trimestre de 1984— el aumento resultante de los egresos por el

mencionado concepto explica 719 000 millones de pesos de discrepancia entre el déficit financiero observado al término de 1985 y el originalmente presupuestado. En conjunto, los dos factores a los que se ha hecho alusión explican 37.6% de la mencionada diferencia entre el déficit observado y el presupuestado, y 80.1% de discrepancia entre el nivel observado y el presupuestado de los egresos por concepto de intereses.

Así, el comportamiento de las finanzas públicas en el segundo semestre de 1984 y la interrupción de la tendencia descendente de la inflación desde finales de ese año determinaban ya al inicio de 1985 un crecimiento del déficit financiero y en general de las magnitudes nominales de la economía, mayor que lo programado. En consecuencia, al término del año el valor nominal de los ingresos presupuestales resultó mayor en 6.3% que lo presupuestado. Por otra parte, el valor nominal del gasto neto presupuestal pagado fue superior en 16.6% a lo originalmente previsto. El valor nominal del gasto programable pagado y del gasto no programable superaron lo presupuestado en 11.6 y 24 por ciento respectivamente. En la evolución del gasto programable devengado, cabe destacar que los egresos de los organismos y empresas fueron mayores en 16.9% que lo presupuestado mientras que los egresos del Gobierno federal resultaron inferiores a los presupuestados en 15.3 por ciento.

En el primer trimestre el déficit financiero del sector público llegó a 724.6 miles de millones de pesos. Esta cifra, superior en 40.5% a la del mismo período del año anterior, apuntaba a un déficit financiero de 3.5 billones de pesos para el año si se la extrapolaba mediante la aplicación de la tendencia estacional históricamente observada. La tasa de crecimiento de las erogaciones por concepto del servicio de la deuda en el primer trimestre, respecto del mismo período de 1984 fue de 19.3%, la de los ingresos de 49.4% y la del gasto programable de 70.9 por ciento.

En vista de los problemas que se observaron al principio del año, en febrero el Ejecutivo federal anunció las siguientes medidas: reducción del gasto corriente con excepción de servicios personales y pago de intereses; cancelación de plazas de confianza y de plazas vacantes vigentes al 6 de febrero; reducción de las transferencias corrientes en 4% y suspensión de programas de inversión no prioritarios.

Al finalizar el segundo trimestre, el déficit financiero había alcanzado un nivel de 1.561 billones de pesos, cifra que representaba 71% del total presupuestado para el año, y un crecimiento real de 9.2% respecto al déficit registrado en el primer semestre de 1984. Con objeto de contrarrestar esta tendencia, en julio se decidió efectuar una disminución adicional al gasto. Dicha disminución implicó la desaparición de 15 subsecretarías de Estado y 50 direcciones generales, así como el despido de 22 000 empleados de confianza del sector central. Adicionalmente, se anunció la liquidación, transferencia o venta de 236 empresas públicas. En conjunto, los recortes anunciados en febrero y julio sumaron 850 000 millones de pesos.

Las medidas adoptadas determinaron una modificación en el patrón estacional del déficit, el cual en el cuarto trimestre representó un porcentaje del déficit anual inferior en más de un punto porcentual al que se observó en el mismo trimestre de 1984, y

6. Véase la nota 2.

en más de 6 puntos porcentuales al promedio registrado en el período 1977-1984.

Al término del año, la proporción del déficit financiero del sector público al PIB (9.9%) superó tanto a la registrada el año anterior (8.7%), como a la presupuestada (5.1%). El ajuste del gasto y de los ingresos públicos no petroleros fue insuficiente para compensar los efectos de la caída del valor en dólares de las exportaciones del petróleo crudo y del desequilibrio presupuestal del año anterior. Como resultado de las disminuciones registradas en 1985, de 1.47 dólares en el precio promedio por barril de petróleo y de 86.5 miles de barriles en el volumen medio de las exportaciones diarias, los ingresos públicos por tal concepto se redujeron de 9.7% del PIB en 1984 a 8.4% en 1985.

La importancia relativa de los ingresos públicos distintos a los derivados de la exportación de petróleo, por otra parte, también disminuyó (en 0.7 puntos porcentuales del PIB). Esta reducción se debió, en primer lugar, a que las percepciones de las empresas sujetas a control presupuestal (con excepción de Pemex) disminuyeron de 8.5% del PIB en 1984 a 8% en 1985, en tanto que la participación de los ingresos públicos por concepto de ventas internas de productos petroleros en el PIB se redujo de 3.7% en 1984 a 3.6% en 1985. Estas disminuciones se explican principalmente porque el programa original de ajuste de los precios de los bienes y servicios producidos por el sector público preveía una inflación menor que la que se observó, y porque dichos precios no se ajustaron para mantener el valor real previsto. Ello dio lugar a que el nivel de los precios de las empresas del sector público sujetas a control presupuestal respecto al Índice Nacional de Precios al Consumidor aumentara sólo en enero y diciembre. En consecuencia, en promedio durante 1985 los mencionados precios se deterioraron 4.2% respecto al nivel general.

En segundo lugar, la proporción de los ingresos tributarios (excluyendo los impuestos directos a Pemex) con relación al PIB, que en 1980 había llegado a ser de 11%, disminuyó por quinto año consecutivo, pasando de 10.6% en 1984 a 10.4% en 1985.

La causa más importante de la caída que la carga tributaria no petrolera del Gobierno federal ha experimentado en los últimos años ha sido la mayor inflación, que distorsionó fuertemente el cálculo de la base gravable del Impuesto sobre la Renta. La Ley del Impuesto sobre la Renta, al permitir la deducción total de los intereses nominales sin considerar al mismo tiempo la disminución que la inflación provoca en el valor real de los pasivos, posibilita en la práctica la deducción de buena parte de la amortización real del endeudamiento de las empresas.

Cabe esperar, por otra parte, que esta disminución de la elasticidad de la recaudación tributaria respecto al ingreso se vea contrarrestada al menos parcialmente en el futuro por los efectos de la sustitución de permisos a la importación por aranceles, que se inició en 1985. Esta medida, además de reducir la incertidumbre respecto de los niveles de la protección otorgada a la industria nacional, puede incrementar la recaudación fiscal por concepto de aranceles por encima de 0.6% del PIB que se observó en 1984, sin aumentar el nivel de protección nominal, al transferir de algunas empresas al Gobierno parte de las rentas que la protección origina.

Por lo que toca a la evolución del gasto neto presupuestal pagado durante 1985, su participación en el PIB disminuyó en 1.2 puntos porcentuales. Esta reducción reflejó disminuciones de 0.3 puntos en la participación del gasto programable pagado (de 22.5 a 22.2 por ciento del PIB) y de un punto en el gasto no programable (de 17.5 a 16.5 por ciento). En la evolución de los distintos rubros del gasto programable cabe destacar que la participación en el PIB de los egresos por sueldos y salarios y de los egresos por concepto de otros gastos corrientes disminuyeron en 0.5 y 0.4 puntos porcentuales respectivamente. El porcentaje del PIB que representó el gasto en inversión se redujo, asimismo, en 0.7 puntos, siendo 1985 el cuarto año consecutivo en el que el mencionado porcentaje disminuye. La contracción relativa en los rubros mencionados se vio parcialmente contrarrestada por el aumento en el renglón de transferencias y otros gastos del Gobierno federal en 0.3 puntos porcentuales del PIB.

Por otra parte, aunque el pago de intereses de la deuda pública total fue mayor que el presupuestado en más de un billón de pesos, la proporción que representa del PIB se redujo por segundo año consecutivo, al pasar de 12.3% en 1984 a 12% en 1985, y su valor a precios constantes disminuyó en 1.4 por ciento.

Por último, tanto el déficit fuera de presupuesto como el déficit por concepto de intermediación financiera dificultaron el ajuste del déficit público, al registrar incrementos por encima de lo presupuestado en 106 y 164.1 por ciento respectivamente.

IV. Política crediticia

La persistencia de condiciones inflacionarias propicia que los mercados financieros reaccionen cada vez con mayor rapidez ante los desajustes macroeconómicos. Por ello, en los últimos años, en la medida en que la oferta de ahorro financiero se ha ajustado más rápidamente a cambios en las expectativas de inflación y de depreciación cambiaria, el efecto de los desequilibrios presupuestales sobre las reservas y el tipo de cambio se ha manifestado al cabo de lapsos cada vez más cortos.

El repunte de la inflación y de la inestabilidad cambiaria observado durante 1985 redundó de inmediato en una fuerte disminución del ahorro financiero real. En consecuencia, en la medida en que la expansión de las necesidades de financiamiento durante 1985 excedió la captación institucional de ahorro se provocó una desacumulación de reservas internacionales del banco central. La disminución del ahorro financiero determinó, asimismo, que en 1985 el crecimiento de los agregados monetarios fuera inferior al que registró el año anterior y al crecimiento del valor nominal de la producción.

La captación institucional total (es decir, el agregado monetario M_2 , que es igual a la suma de los billetes y monedas, y de los instrumentos de ahorro bancarios y del mercado de dinero incluyendo los valores gubernamentales en poder de sectores no bancarios), que en diciembre de 1984 tuvo un crecimiento de 67.9% respecto del mismo período del año anterior, registró incrementos de 56.2 y 49 por ciento en junio y diciembre de 1985, respectivamente, con relación a los períodos correspondientes de 1984. Esta desaceleración del crecimiento de los recursos capta-

dos por las instituciones financieras se reflejó en la evolución del financiamiento bancario total en moneda nacional, cuya tasa de crecimiento anual pasó de 91% en diciembre de 1984 a 74.4% en diciembre de 1985.

Por su parte, el medio circulante, cuyo monto en diciembre de 1984 fue 63.1% mayor que un año antes, creció al final de junio y diciembre de 1985 a tasas de 56.8 y 54.8 por ciento, respectivamente, en relación a los períodos correspondientes del año anterior.

La base monetaria, que es igual a la suma de los billetes y monedas en circulación y de los activos de la banca comercial y de desarrollo en el Banco de México (incluyendo entre éstos el encaje legal, las reservas excedentes, los depósitos por subastas y los depósitos y bonos de regulación monetaria), mostró la desaceleración más considerable, ya que su tasa de crecimiento respecto al mismo período del año anterior pasó de 54.1% en diciembre de 1984 a 30.2 y 17.5 por ciento en junio y diciembre de 1985, respectivamente. Debe subrayarse, sin embargo, la limitada significación que reviste esta desaceleración, al estar causada no tanto por la baja en el crecimiento de los instrumentos bancarios sujetos a encaje, cuanto por la modificación del régimen de depósito legal que resultó de la aplicación de la nueva Ley Orgánica del Banco de México. De acuerdo con ésta, a partir de enero de 1985 el monto máximo de encaje ha sido de 10%, mientras que anteriormente la banca venía constituyendo depósitos en el instituto central por 48% de su captación. En consecuencia, disminuyó el crecimiento de los depósitos de la banca en el instituto central y, por tanto, el de la base monetaria. Ello, sin embargo, no significó un uso más expansionista del encaje legal, sino una aplicación más transparente del mismo, pues simultáneamente se estableció para la banca comercial la obligación de destinar 35% de sus recursos al financiamiento del Gobierno federal y 3% al de la banca de desarrollo. De esta manera se limitó la función de intermediación financiera que realiza el Banco de México entre los bancos y el sector público.

Como cabía esperar, al limitarse la función de intermediación que realiza el instituto central, sus activos internos⁷ mostraron un menor crecimiento; así, su tasa de incremento anual disminuyó de 34.8% en diciembre de 1984 a 7.3% en diciembre de 1985. Sin embargo, si con el fin de realizar una comparación más adecuada se añaden a dichos activos los recursos otorgados por la banca comercial al Gobierno federal y a la banca de desarrollo —recursos que hasta 1984 se canalizaron a través del instituto central— resulta que a diciembre de 1985 la tasa de crecimiento del concepto de activos internos no se redujo, sino que aumentó a 41.2 por ciento.

En el curso del año, el instituto central adoptó varias medidas tendientes a contrarrestar el efecto sobre las reservas internacionales y el tipo de cambio, de la combinación de una demanda elevada de financiamiento y una oferta de ahorro decreciente. Dichas medidas se encaminaron a reducir el efecto monetario de la expansión del crédito y a aumentar la proporción del ahorro financiero interno canalizado hacia el sector público. Así, en mar-

7. Por activos internos se entiende aquí la diferencia entre el saldo de la base monetaria y el saldo de los activos internacionales brutos.

zo se decidió la colocación de bonos de regulación monetaria en la banca múltiple por un monto de 250 000 millones de pesos. Tres cuartas partes del total fueron cubiertas el 15 de marzo y la cuarta parte restante el 15 de mayo. Cabe mencionar que el monto neto de recursos esterilizados fue, sin embargo, inferior a 250 000 millones de pesos, ya que entre el final de 1984 y el 15 de mayo de 1985 se vencieron depósitos de la banca en el instituto central que habían sido subastados en 1984 por un monto de 100 800 millones de pesos.

El crecimiento del crédito global de abril a junio, aunque bastante más moderado que en el primer trimestre, siguió siendo elevado. Esto hizo necesario, en junio, un acuerdo mediante el cual la banca múltiple se comprometía a comprar del Banco de México valores gubernamentales por 35.2% de su captación en exceso del promedio registrado en junio. Inicialmente se previó la aplicación de esta medida durante julio, agosto y septiembre, pero como la expansión del crédito global continuó siendo excesiva, se optó por prolongar su vigencia hasta diciembre.

Finalmente, en noviembre el Banco de México determinó que en el resto del año el financiamiento de la banca al sector privado no debería exceder el saldo registrado al terminar octubre y que el exceso de recursos disponibles por encima de dicho tope se debería invertir en valores gubernamentales a ser adquiridos en el Banco de México. Del tope se excluyeron los financiamientos otorgados con recursos captados mediante la colocación de aceptaciones bancarias que estuvieran dentro del límite autorizado, así como los financiamientos a la vivienda de interés social, a los productores agrícolas de bajo ingreso y a las exportaciones. Se previó, asimismo, que a partir de 1986 el mencionado tope habría de revisarse de acuerdo con las circunstancias prevalentes.

En cumplimiento de la nueva Ley Orgánica que lo rige a partir de 1985, en enero el instituto central comunicó al H. Congreso de la Unión el saldo máximo que podría alcanzar durante el año su financiamiento interno.⁸ Dicho saldo se fijó en 6.031 billones de pesos, cifra que excluía el efecto de las variaciones del tipo de cambio sobre el saldo en moneda extranjera, y que implicaba un flujo efectivo adicional de crédito de 855 000 millones de pesos. El flujo del financiamiento interno alcanzó al 31 de diciembre un monto de 843 000 millones de pesos.

Hasta fines de noviembre, asimismo, el saldo deudor de la Cuenta General de la Tesorería con el Banco de México fue inferior al límite fijado para el año. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 9o., fracción 4a. de la Ley Orgánica del Banco de México, dicho límite se había establecido en 1% de las percep-

8. Para efectos de la Ley Orgánica del Banco de México, el financiamiento interno del instituto central es igual al saldo de su cartera de crédito y valores a cargo del Gobierno federal, de instituciones de crédito y de fideicomisos, más el saldo de los depósitos de dinero que el propio Banco constituya en instituciones de crédito y el importe de los citados valores a recibir por operaciones de reporto, menos el saldo de los depósitos a que se refiere el segundo párrafo de la fracción VIII del artículo 6o. Se computan también, como parte de dicho financiamiento, los rendimientos devengados no pagados de los activos a que se refiere el presente párrafo, deduciendo, en su caso, los intereses devengados no pagados de los depósitos citados en último término.

ciones netas de la Federación en el ejercicio fiscal (equivalente a 163 000 millones de pesos en 1985). Durante el último trimestre, sin embargo, diversos factores hicieron necesario que la Tesorería de la Federación recurriera a un fuerte uso de su Cuenta General; en particular, el financiamiento externo fue nulo y la colocación de Certificados de Tesorería (Cetes) entre el público no bancario se volvió negativa. Ello determinó que al finalizar 1985 la mencionada cuenta mostrara un saldo deudor de 965 000 millones de pesos.

V. Política de tasas de interés, captación y financiamiento

Desde el inicio de 1985 los mercados financieros se caracterizaron por un fuerte exceso de demanda de fondos prestables. Los requerimientos financieros del sector público acumulados en doce meses, que todavía en agosto de 1984 registraban una tasa de crecimiento respecto al mismo período del año anterior de 32.6%, en enero y febrero de 1985 crecieron a tasas de 76.5 y 64.8 por ciento, respectivamente. El saldo del financiamiento de la banca comercial al sector privado, asimismo, aumentó en los primeros dos meses de 1985 a tasas anuales de 90.5 y 92.3 por ciento respectivamente.

La expansión de la demanda de financiamiento y el fortalecimiento de las expectativas de mayor depreciación cambiaría dieron lugar a que la tendencia descendente que las tasas de interés venían mostrando desde el tercer trimestre de 1984 se revirtiera a partir de febrero de 1985. En el segundo semestre, por otra parte, este repunte de las tasas de interés se vio reforzado por la aceleración de la inflación y por una disminución en términos reales de la captación institucional de ahorro (M_3).

Así, el llamado CPP de captación en moneda nacional,⁹ que en 1984 se redujo en cerca de 9 puntos porcentuales para llegar en diciembre de ese año a 47.5%, se elevó nuevamente hasta alcanzar un nivel de 65.7% en diciembre de 1985. Los rendimientos de los instrumentos de ahorro no bancarios también mostraron una tendencia creciente; el de los Cetes con vencimiento a tres meses, por ejemplo, pasó de 49.2% en diciembre de 1984 a 74.1% un año más tarde.

En cumplimiento con la política del Plan Nacional de Desarrollo de otorgar rendimientos reales positivos a los ahorradores, en 1985 el rendimiento real (promedio ponderado) de todos los instrumentos institucionales de ahorro fue de 6.3% durante el año, y el de los instrumentos bancarios de ahorro fue de 5.6%. Esta elevación respecto al nivel observado en 1984 fue insuficiente, sin embargo, para contrarrestar el efecto negativo de la inestabilidad cambiaria sobre la oferta institucional de ahorro. Tal inestabilidad redujo en general el rendimiento esperado de los activos en moneda nacional en relación con el rendimiento esperado de

los activos en moneda extranjera. Ello, en combinación con la incertidumbre derivada de los sismos que afectaron a la ciudad de México, explica por qué en 1985, sobre todo a partir del segundo semestre, no se observó la relación histórica entre tasas de interés reales positivas y mayor captación. Así, a pesar de que las tasas de interés reales se ubicaron en niveles que parecían razonables, tanto la proporción del PIB que representa el agregado M_3 ,¹⁰ como su valor real, se redujeron en 1985. La mencionada proporción disminuyó de 27% en 1984 a 26.7% en 1985. Asimismo, el valor real de M_3 , que en diciembre de 1984 era 5.5% mayor que un año antes, y que todavía en julio de 1985 registraba una tasa de crecimiento de 1.3%, al finalizar el año resultó menor en 9% que en diciembre de 1984.

A los efectos negativos de la baja de la intermediación financiera sobre la disponibilidad y el costo de los recursos para el sector privado, se añadieron en el segundo semestre los de las medidas de restricción crediticia adoptadas por el instituto central. La tasa anual de crecimiento del saldo real de financiamiento otorgado por la banca comercial al sector privado se redujo a partir de un máximo de 18.3% alcanzado en julio, a -7.9% en diciembre. En tanto, la tasa activa nominal promedio de la cartera libre de los bancos reflejó desde el inicio del año los efectos del encarecimiento del costo de la captación bancaria, y aumentó así continuamente a partir del nivel de 48.8% anual¹¹ que registró en enero a 74.3% en diciembre.

La caída de la intermediación financiera en 1985 afectó con particular intensidad al sistema bancario. El saldo real de los instrumentos de ahorro bancarios, que en 1984 creció 5.8%, en 1985 se redujo 13%. En cambio, los instrumentos de ahorro no bancarios aumentaron durante el año 7.4% en términos reales. Así, este segundo tipo de instrumentos pasó de representar 10.8% del agregado M_3 en diciembre de 1984 hasta un máximo de 18.1% en agosto, y 12.7% al finalizar el año.

El crecimiento en la importancia relativa de los instrumentos de ahorro no bancarios se debió fundamentalmente a dos causas: al menor rendimiento de los instrumentos de ahorro bancarios en relación a otros activos financieros y a la ampliación del diferencial entre las tasas de interés bancarias activas y pasivas.

Por lo que se refiere al primero de los factores mencionados, si bien el exceso de demanda de crédito y las crecientes expectativas de devaluación cambiaría durante el primer semestre provocaron que tanto el rendimiento de los Cetes como el de los instrumentos de ahorro bancarios aumentaran, los primeros lo hicieron en mayor proporción. En consecuencia, mientras que en 1984 el diferencial de tasas fue prácticamente nulo, en 1985 el diferencial en favor de los Cetes aumentó de 0.62 puntos porcentuales en enero a un máximo de 8.25 puntos en julio. Esta ampliación del diferencial obedeció a que al inicio del año se esperaba que el aumento de la demanda de crédito por parte del sector público fuera un fenómeno transitorio. Sin embargo, al persistir dicha situación se aumentaron las tasas bancarias y el diferencial se redujo.

10. M_3 es igual a la suma de los billetes y monedas e instrumentos de ahorro bancarios y del mercado de dinero incluyendo los valores gubernamentales en poder de sectores no bancarios.

11. Tasa simple (no compuesta).

9. El costo porcentual promedio de captación (CPP) es la variable más comúnmente utilizada por los bancos para establecer la tasa de interés del financiamiento que conceden. Dicho costo se calcula ponderando las tasas brutas de interés de los diversos depósitos a plazo en la semana de su constitución por la participación del saldo correspondiente a cada instrumento en la suma de los recursos captados a plazo por la banca.

Desde octubre de 1982, el procedimiento para la colocación primaria de los Cetes había consistido esencialmente en subastar montos predeterminados de los mencionados valores a las tasas que el mercado libremente fijase. Sin embargo, ante la posibilidad de que la elevación de tasas de interés durante los primeros tres trimestres de 1985 hubiese respondido no sólo a las presiones de financiamiento que se venían observando, sino también a la ausencia de posturas suficientemente competitivas en el mercado, en septiembre de 1985 se modificó el sistema de colocación de los Cetes. A partir de esa fecha se ha establecido la tasa de rendimiento de los Cetes para que el monto colocado sea determinado por el mercado. Esta medida estuvo acompañada por la decisión de reducir el rendimiento de los Cetes.

La tasa de crecimiento mensual del saldo real de los instrumentos de ahorro no bancarios, que en el primer semestre del año había sido elevada, se volvió negativa a partir de septiembre, cuando se empezaron a observar descolocaciones de valores gubernamentales. A pesar del ahorro en el costo del endeudamiento público que se obtuvo mediante la disminución en los rendimientos de los Cetes la descolocación de éstos hizo necesario un mayor uso de la Cuenta de la Tesorería de la Federación en el Banco de México y una absorción creciente de los recursos de la banca. Por ello, en noviembre y diciembre fue necesario aumentar nuevamente las tasas de Cetes. Sin embargo, dado que la elevación de las tasas de interés pagaderas sobre los instrumentos de ahorro bancarios prosiguió durante el último trimestre, al finalizar el año el diferencial entre las tasas de Cetes con vencimiento a tres meses y los pagarés bancarios del mismo plazo se había reducido a sólo 2.23 puntos porcentuales.

El segundo factor que favoreció la disminución de la importancia relativa del sistema bancario en 1985 fue la ampliación del diferencial entre las tasas de interés bancarias activas y pasivas. Esta ampliación obedeció en buena medida a que el encarecimiento del costo de la captación bancaria redundó en un aumento de la carga que representan los subsidios otorgados mediante créditos preferenciales, carga que los bancos comerciales tratan de soportar a través de mayores tasas sobre su cartera libre. El incremento consecuente en el margen entre las tasas de interés activas libres y las pasivas propició la ampliación de los mercados extrabancarios de crédito. El costo del crédito en este tipo de operaciones es más bajo, pues, a diferencia de lo que ocurre con el crédito bancario, no tiene que cubrir el subsidio otorgado a prestatarios preferenciales, ni que compensar la menor rentabilidad de la cartera que obligatoriamente se canaliza al banco central o a valores del Estado.

El fenómeno a que se hizo referencia provocó que algunas entidades financieras del exterior aumentaran sus operaciones de crédito denominadas en pesos fuera del territorio nacional. Es decir, captaban pesos en oficinas en el extranjero y los prestaban en México. Dichas instituciones estaban, por lo tanto, compitiendo en condiciones ventajosas con las instituciones financieras mexicanas al quedar fuera del control de las autoridades monetarias. Por ello, entre otras razones, el Banco de México estableció a partir de noviembre ciertas limitaciones respecto a la operación de las cuentas en pesos mexicanos que las sociedades nacionales de crédito llevan a entidades financieras del exterior. En esencia dichas limitaciones consistieron en que las mencionadas cuentas sólo podrían ser abonadas con el producto en pesos de las divisas que

los respectivos cuentahabientes vendan a la institución bancaria, no siendo posible, en consecuencia, utilizarlas como instrumento para las citadas operaciones de intermediación crediticia extraterritorial.

Por sus consecuencias sobre la situación financiera tanto de las empresas como del Gobierno, la evolución de las tasas de interés en 1985 fue objeto de especial atención por parte de diversos sectores de la opinión pública, a pesar de que la proporción que representan del PIB los egresos por concepto de intereses de la deuda pública interna permaneció inalterada en 1985 respecto al nivel que había registrado el año anterior (8.2%). Para evaluar esta situación, y en general los efectos de las erogaciones por concepto del servicio de la deuda interna sobre la economía, es indispensable hacer varias consideraciones que con frecuencia se ignoran al examinar la política de tasas de interés.

En primer lugar, debe reconocerse que tasas nominales elevadas, como las existentes en los últimos años, en buena parte sólo compensan la ganancia de capital que la inflación produce a los deudores al reducir el valor real de los créditos a su cargo. El pago neto del Gobierno a sus acreedores, por lo tanto, depende de la tasa de interés real, esto es, del tipo de interés una vez que se le deduce la tasa de inflación. De ello se desprende que el gasto público por concepto de intereses reales ha sido mucho menor en años recientes de lo que el nivel de las erogaciones nominales correspondientes parecería indicar.

Lo anterior es particularmente pertinente para evaluar la posibilidad de que, debido a los egresos por intereses, la carga real de la deuda pública crezca en forma explosiva. Los egresos por intereses aumentan el déficit público. Sin embargo, la depreciación de la deuda pública provocada por la inflación no se deduce de los egresos en el cálculo convencional del déficit, aun cuando en años recientes el valor de dicha depreciación ha sido enorme. Esta exclusión es adecuada si mediante el déficit se pretenden medir los requerimientos financieros nominales del sector público, pero no cuando lo que se desea es cuantificar el cambio en su posición deudora real. Cuando hay inflación, una entidad puede endeudarse —es decir, puede incurrir en déficit— para financiar una porción de sus pagos de intereses igual a la ganancia de capital que la inflación le produce, sin que ello signifique (con inflación constante o decreciente) un aumento en el valor nominal de la deuda o en la proporción que los egresos por intereses representan del valor nominal de sus ventas —mucho menos una expansión explosiva de la misma. La medida convencional del déficit público no toma en cuenta este hecho.

De ahí la aparente paradoja de que, a pesar de que entre 1983 y 1985 el concepto convencional del déficit financiero ha promediado 9.3% del PIB y los egresos por concepto de intereses nominales sobre la deuda pública interna en moneda nacional han representado en promedio 6.3% del PIB, la proporción de la deuda pública interna en moneda nacional¹² al PIB no sólo no ha crecido explosivamente, sino que ha disminuido de 15.3% en 1983 a 14.5% en 1985, mientras que el valor en términos reales de la mencionada deuda disminuyó 4.7% de 1983 a 1985. Si el déficit

12. Promedio durante el año de la deuda pública interna en moneda nacional neta de disponibilidades.

se contabilizara deduciendo del gasto corriente la amortización inflacionaria de la deuda pública, tal paradoja desaparecería.

Que en condiciones inflacionarias buena parte de los egresos públicos por intereses estén compensados por la ganancia de capital provocada por la inflación tiene también importantes implicaciones para la evaluación del posible efecto inflacionario directo de los costos financieros. En un medio inflacionario, los ahorradores que suponen erróneamente que sus ingresos por intereses representan adiciones equivalentes a su poder adquisitivo real y no reinvierten por lo menos aquella porción de los rendimientos nominales que compense la inflación, muy pronto ven reducirse el valor real de su capital financiero. Por ello, si las tasas de interés, una vez descontado el efecto de la inflación, son atractivas, de manera que el público ahorrador desee evitar —al menos en cierta medida— la reducción de su capital invertido en instrumentos financieros, surge una tendencia a la reinversión de intereses. En condiciones altamente inflacionarias como las de los años recientes, esta tendencia implica un abultamiento considerable y automático del flujo de la captación financiera (a precios corrientes). Ello explica por qué el flujo de la captación anual de M_3 pasó de representar en promedio 4.9% del PIB en un período de inflación relativamente baja como lo fue el quinquenio 1969-1973, a 11.3% en un período de inflación elevada como 1980-1984, aun a pesar de que la proporción del acervo de M_3 a PIB disminuyó de 31 a 25.1 por ciento en el mismo lapso.

La importancia de lo anterior radica en que el abultamiento de la captación financiera nominal provocado por la inflación significa un aumento correspondiente en los recursos disponibles para refinar el componente de inflación de los pagos de intereses. Por ello, si el nivel de las tasas reales de interés asegura la permanencia del ahorro dentro del sistema financiero, cuando la inflación es elevada se da una tendencia natural a la expansión del crédito que financia el componente inflacionario de los pagos por intereses. Esta tendencia hace innecesario que los deudores aumenten aún más rápidamente sus precios para financiar el pago de cargos financieros y, en ausencia de barreras oligopólicas o de una protección comercial excesiva, evita que dichos cargos se conviertan en una fuente adicional de presiones inflacionarias. Por otra parte, como resultado del tratamiento de los egresos financieros en la Ley del Impuesto sobre la Renta al que se hizo alusión anteriormente, tasas activas de interés positivas, en términos reales antes de impuestos, se han convertido en negativas al tomar en cuenta la correspondiente deducción fiscal.

Las consideraciones anteriores ponen de manifiesto la necesidad de evitar, mediante una política flexible de tasas de interés, el deterioro de la intermediación financiera. En última instancia lo que determina la intensidad de la inflación no es tanto la magnitud nominal del déficit público, sino la insuficiencia del ahorro financiero voluntario, la cual hace necesario recurrir a la emisión primaria para financiar dicho déficit.

VI. Política cambiaria

En 1985, alrededor de 80% de las transacciones registradas en la balanza de pagos se realizó en el mercado controlado. Este porcentaje incluyó las operaciones cambiarias más significa-

tivas para la marcha del país: todas las importaciones y exportaciones de mercancías; las operaciones internacionales de crédito públicas y privadas registradas, tanto por lo que toca a capital como a intereses; el valor agregado por las maquiladoras mexicanas; los gastos por seguros, transportación y otros conceptos asociados al comercio exterior, y los pagos por regalías.

Las principales operaciones cambiarias realizadas en el mercado libre, por otra parte, se derivaron de las siguientes actividades: turismo, transacciones fronterizas, servicios profesionales, alquiler de películas y medios de transporte, servicios portuarios y aeroportuarios, remesas de trabajadores migratorios, transferencias y donativos, gastos en el extranjero de empresas de navegación aérea y marítima, remisión de utilidades de empresas con inversión extranjera, operaciones internacionales de crédito no registradas e inversión extranjera directa.

El sistema de tipo de cambio dual basado en la segmentación del mercado cambiario ha tenido tres objetivos fundamentales desde su adopción en diciembre de 1982:

a) El tipo de cambio controlado pretende mantener la competitividad de la industria nacional, con objeto de propiciar la exportación y la sustitución eficiente de importaciones, tratando a la vez de que no suba más de lo necesario el costo de los insumos de importación y del servicio de la deuda externa, pública y privada.

b) La segmentación del mercado cambiario permite evitar, al menos transitoriamente, que los movimientos especulativos de capital tengan un efecto directo sobre el nivel de precios interno, pues éste queda vinculado principalmente a la evolución del tipo controlado.

c) El mercado libre tiene por objeto evitar que perturbaciones especulativas transitorias afecten las reservas internacionales del Banco de México.

Por lo que toca al primer objetivo, como se ha mencionado en informes de años anteriores, el método comúnmente utilizado para evaluar la competitividad de una moneda consiste en comparar la evolución de los índices de precios entre el país en cuestión y sus socios comerciales, ponderados dichos índices por los tipos de cambio nominales prevalecientes durante el período de análisis. Entre los problemas que dificultan estas comparaciones cabe mencionar la selección del año base, las deficiencias en los distintos índices utilizados, la posibilidad de modificaciones en los términos de intercambio, las diferencias en las canastas o ponderaciones utilizadas en los diversos países para construir sus respectivos índices de precios y los cambios de productividad relativa entre los países.

En el mejor de los casos, los índices de paridad del poder de compra sólo permiten un cálculo aproximado de la posición competitiva de la economía suponiendo la persistencia de las condiciones imperantes en el año base, pues no toman en cuenta los cambios en las condiciones económicas nacionales e internacionales ocurridos desde entonces. Ésta es otra limitación importante porque en muchos casos los desequilibrios financieros, aun an-

tes de reflejarse en el crecimiento de los precios internos, se traducen en salidas de capital y caídas en las reservas internacionales. Por ello, la política cambiaria debe atender también a la evolución actual y a la esperada de los agregados monetarios, especialmente el crédito interno del banco central, y a su efecto sobre las reservas internacionales.

Las consideraciones anteriores hicieron recomendable, a partir del 6 de marzo de 1985, aumentar el ritmo de deslizamiento de la cotización controlada del peso frente al dólar, de 17 centavos diarios —tasa que prevalecía desde diciembre— a 21 centavos, tendencia que siguió también el tipo de cambio libre. A la fecha citada, el tipo de cambio libre (promedio de compra y venta) era de 221.06 pesos por dólar, el controlado de 203.65, y el desliz de 17 centavos equivalía a una depreciación anual de 28 y 30 por ciento para las cotizaciones libre y controlada, respectivamente. El desliz de 21 centavos, en consecuencia, representó un aumento de las tasas de depreciación a 35 y 38 por ciento anual, respectivamente. Este incremento se hizo necesario debido, en primer lugar, a que la expansión del crédito interno que se venía observando desde la segunda mitad de 1984 había influido ya negativamente en los primeros meses de 1985 sobre las reservas internacionales del Banco de México y, en segundo lugar, a la revaluación de cerca de 13% que tan sólo desde diciembre de 1984 había registrado el dólar frente a las divisas más importantes. Esta revaluación del dólar significó una pérdida de competitividad del peso frente a las monedas europeas que resultaba conveniente compensar mediante la aceleración del desliz.

El incremento del ritmo de deslizamiento cambiario en marzo resultó insuficiente para contrarrestar los efectos sobre el mercado cambiario del desbordamiento de las presiones de financiamiento.

Durante el primer semestre la captación de divisas por parte de los bancos mexicanos dentro del mercado libre, a los tipos de cambio correspondientes al desliz uniforme iniciado en diciembre de 1982, fue cada vez menor. La capacidad del sistema bancario para satisfacer en ese mercado la demanda de su clientela fue disminuyendo en consecuencia, hasta volverse insignificante. La razón fue que simultáneamente se desarrolló un mercado extrabancario, principalmente en las casas de cambio mexicanas y extranjeras y en los bancos del exterior, que fue captando un volumen creciente de las operaciones a tipos de cambio superiores a los aplicados por los bancos mexicanos.

Situaciones como la descrita ya se habían presentado desde el inicio del sistema cambiario dual —notablemente en febrero y marzo de 1983, noviembre y diciembre del mismo año, mayo y junio de 1984 y de enero a abril de 1985—, pero en aquellas ocasiones el mercado extrabancario finalmente se redujo y sus cotizaciones volvieron a acercarse a las aplicadas por los bancos mexicanos. En julio, sin embargo, las perspectivas de que esta convergencia ocurriera habían disminuido considerablemente. Diversos factores, entre los que destaca la inestabilidad del mercado petrolero, propiciaron que al 10 de julio, mientras que la cotización libre bancaria era de 247.52 pesos por dólar, la cotización libre no bancaria fuese 32% superior. En estas condiciones, la banca mexicana había quedado prácticamente marginada del mercado de cambios libre.

En vista de lo anterior, el 11 de julio se abandonó formalmente el sistema de cotizaciones correspondientes a un desliz uniforme en el mercado libre bancario —mismo que ya no tenía efectos prácticos— y se autorizó la participación en el mercado, hasta entonces dominado por las casas de cambio y por los bancos extranjeros, de casas de cambio filiales de los bancos mexicanos.

El 25 de julio se devaluó el tipo de cambio controlado 20% respecto del nivel que había registrado el día anterior (233.05 pesos por dólar) y se anunció que a partir del 5 de agosto operaría un sistema de flotación regulada del tipo de cambio controlado en sustitución del desliz uniforme en vigor desde diciembre de 1982. De acuerdo con el nuevo sistema, el tipo de cambio controlado se modifica diariamente por montos que no necesariamente son uniformes, pero tampoco en forma abrupta. Este sistema permite adecuar con flexibilidad y de manera gradual el nivel del tipo de cambio controlado a las circunstancias internas y externas procurando un desarrollo satisfactorio de las transacciones internacionales, sobre todo de las exportaciones no petroleras.

El manejo cambiario y las medidas que se han venido describiendo permitieron que, después de reducirse durante el primer trimestre, el tipo de cambio real aumentara a partir de abril y alcanzara durante la segunda mitad del año niveles altamente favorables para la actividad exportadora. Asimismo, junto con las medidas crediticias a las que se hizo referencia en apartados anteriores, la política cambiaria coadyuvó a proteger el nivel de las reservas internacionales a pesar de los fuertes movimientos especulativos que se observaron en la segunda mitad del año.

En 1985 entraron en vigor diversas disposiciones complementarias al régimen de control de cambios, ya sea para impedir las evasiones del control o para evitar que éste obstaculice innecesariamente el desarrollo de la industria y del comercio exterior. Por su importancia cabe destacar aquí, sin embargo, el hecho de que a partir de noviembre el Banco de México prohibió a las sociedades nacionales de crédito celebrar operaciones pasivas en moneda nacional con entidades financieras del exterior y con casas de cambio extranjeras, salvo cuando la moneda nacional corresponda al contravalor en moneda extranjera vendida precisamente al banco mexicano. Esta medida tuvo por objeto, en primer lugar, procurar una reducción del mercado de pesos en el extranjero y, en segundo lugar —como se indicó anteriormente— dificultar las operaciones crediticias que tienen lugar fuera del territorio nacional. A raíz de su implantación, la operación del mercado de futuros del peso fuera del país se vio entorpecida, lo que dio lugar a la desaparición de dicho mercado.

Debe subrayarse que las medidas cambiarias antes descritas no supusieron una modificación de fondo del régimen de control de cambios en vigor, que ha permanecido inalterado en lo fundamental desde su adopción en diciembre de 1982. Esta estabilidad del esquema cambiario ha sido una de sus características positivas, pues es evidente el perjuicio que la variación frecuente de disposiciones puede causar en materia tan importante. Dicha estabilidad básica del sistema, sin embargo, no ha impedido la introducción de afinamientos operativos con el fin de aumentar su eficacia. □