

EL COLEGIO DE MEXICO

Centro de Estudios Económicos y Demográficos

**"Política Monetaria y Financiamiento del
Sector Público - El Caso de México: 1965-1976"**

Trabajo de Investigación elaborado
por KARIN L. DE BALLY, para optar
al título de Maestra en Economía.

Febrero de 1980.

Queremos agradecer la valiosa ayuda brindada por el Doctor Manuel Gollás en la realización de este trabajo y por el Licenciado Jesús Silva-Herzog, así como los consejos de : Adalberto García Rocha, Ricardo Murra, Alain Ize, Francisco Gil Díaz, Guillermo Ortiz y Armando Baqueiro.

Agradecemos también la asistencia metodológica del Centro de Estudios Económicos del Sector Privado, especialmente el Licenciado Manuel Ramírez, para la elaboración de los cuadros relativos al financiamiento del déficit público.

A mi esposo, Jean.

- I N D I C E -

INTRODUCCION.....1

CAPITULO I : FINES E INSTRUMENTOS DE LA POLITICA

MONETARIA

PARTE I - LOS FINES DE LA POLITICA MONETARIA

A - Definición de la política monetaria..... 12

B - Optimización de la relación producto/medios de pago; algunas características de la economía mexicana..... 17

PARTE II - LOS OBJETIVOS DE LA POLITICA MONETARIA MEXICANA Y LOS INSTRUMENTOS

QUE UTILIZA: DECISIONES TOMADAS -

PARA ACTUAR SOBRE LA ECONOMIA POR

MEDIO DEL DINERO..... 27

A - La Programación financiera..... 28

B - Descripción de los instrumentos de política monetaria y crediticia..... 31

1 - El encaje legal..... 32

2 - Otros instrumentos de política monetaria..... 44

CAPITULO II : LA POLITICA MONETARIA MEXICANA:

INTENTO DE RACIONALIZACION

PARTE I - EL CONFLICTO DE OBJETIVOS..... 52

A - Mecanismo de la utilidad marginal

del dinero.....	55
B - Carácter endógeno del medio circulante.....	60
<u>PARTE II</u> - POLITICA MONETARIA Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PUBLICO.....	68
A - Una hipótesis acerca del manejo de la política monetaria.....	71
B - Política monetaria y desarrollo económico.....	77
<u>CAPITULO III</u> : <u>EL FINANCIAMIENTO INTERNO DEL DEFICIT PUBLICO</u> :	
<u>ANALISIS HISTORICO</u>	80
<u>PARTE I</u> - La prioridad a la estabilidad. 1965 - 1970	
A - Los principios.....	83
B - Los hechos.....	87
<u>PARTE II</u> - La prioridad al desarrollo. -1971 - 1976	
A - Los principios.....	93
B - Los hechos.....	97
<u>PARTE III</u> - Algunas consideraciones acerca del papel del banco central en el financiamiento del déficit público : ¿Puede el ahorro ser asunto monetario?.....	107
CONCLUSIONES.....	113
BIBLIOGRAFIA	122

I N T R O D U C C I O N

El tema central de las controversias actuales -- respecto a la importancia relativa de la política fiscal frente a la política monetaria parece radicar en - lo que puede considerarse como la variable exógena más significativa de las políticas: el gasto gubernamental según la teoría keynesiana, o el monto de circulante - según el enfoque monetario.

La versión original de la teoría keynesiana subraya el papel de las variables fiscales, tales como el gasto gubernamental y los impuestos, considerándolas - el instrumento más importante de las políticas para influenciar la actividad económica. El efecto de la acción fiscal sobre el gasto aparece como un múltiplo de la magnitud original de dicha acción. Los impuestos afectan el ingreso disponible, factor determinante del gasto de inversión. El gasto gubernamental se constituye en demanda directa de bienes y servicios, generando ingresos adicionales que a su vez se gastan.

Por otro lado, se ha desarrollado un enfoque teórico que destaca la influencia de las variables financieras y monetarias en la actividad económica.

Este enfoque es una nueva formulación de la teoría cuantitativa y uno de sus principales apoyos es la demostración empírica de una razón relativamente estable entre el dinero y el ingreso, o entre los cambios en estas variables.

La relación aludida tiene su origen en la ecuación marshalliana $M = kY$, en la cual M representa la cantidad de dinero, Y el monto de los ingresos monetarios y k el coeficiente que iguala ambos miembros de la ecuación. Sobre esta base, las variables monetarias surgen como poderosos determinantes del PNB, en detrimento de todos los factores no monetarios.

En particular, los resultados hacen dudar del papel de la política fiscal como instrumento de estabilización " y no tanto en lo tocante a su capacidad de afectar la demanda global, cuanto a lo relativo a la posibilidad práctica y política de que se le diera semejante uso".¹ Por un lado, los gastos responden lentamente y con amplios desfases a los intentos de ajustar los a la actividad económica y por otro lado, entran en juego factores políticos para impedir el pronto ajuste de los impuestos a la necesidad presunta.

Las interpretaciones neokeynesianas más avanza--

1 - M. Friedman, 1969, p. 167.

das reconocen que las acciones monetarias influyen indirectamente en la actividad económica a través del efecto de los cambios que ocurren en las tasas de interés del mercado; pero refutan la existencia de una relación entre el ingreso y el dinero que permita descartar la influencia de los factores no monetarios.² Dichas interpretaciones quedan representadas por el esquema IS-LM de Hicks³, que permite evaluar los efectos de las medidas fiscales en la economía.

Un aumento en el gasto gubernamental genera un movimiento ascendente a lo largo de la curva IS, así como un desplazamiento de dicha curva debido a un efecto tipo acelerador. Por otro lado, un desplazamiento - hacia el exterior - en la curva LM, resultado de un ajuste del sector monetario (cambio exógeno en el monto del circulante), reduce la tasa de interés, promueve la inversión...

La función atribuida a la política monetaria se relaciona en cada enfoque con la importancia relativa dada a la forma en que debe financiarse el gasto gubernamental.

Paradójicamente, algunos monetaristas llegan a sostener que la política monetaria debe convertirse en

2 - Véase L.E. Cramley, 1969.

3 - J.R. Hicks, "Keynes y los Clásicos: una Posible Interpretación" Lecturas de Macroeconomía, M.G. Mueller, 1974.

un " factor neutro". Esto es, el circulante debe aumentar a una tasa constante, para evitar las oscilaciones-
acentuadas. Al fijarse un curso constante y al observar
lo, la autoridad monetaria elimina el riesgo de que la-
economía reaccione con exceso, sea en tiempo o en canti
dad, exceso debido generalmente a la incapacidad de di-
cha autoridad de tomar en cuenta el lapso de demora en-
tre la puesta en práctica de sus medidas y los efectos-
subsiguientes sobre la economía.

La importancia misma de las variables monetarias,
en cuanto a sus efectos sobre la economía, justifica --
pues el uso moderado que se debe hacer de la política -
monetaria," ... sencillamente porque no hemos analizado
ni comprendido adecuadamente la forma en que funciona -
el mundo como para saber usar la política monetaria a-
manera de volante regulador".⁴

Por otro lado, aún considerando los efectos de --
las acciones monetarias sobre las tasas de interés, los
neokeynesianos no conceden demasiada atención a la for-
ma en que se financia un déficit: se introducen conside-
raciones sobre el financiamiento del gasto, resaltando-
que el financiamiento mediante expansión monetaria da -
lugar al efecto multiplicador en toda su extensión, ---

4 - M. Friedman, " The Federal Reserve System after Fifty Years",
Comité de Banca y Moneda de la Cámara de Representantes, 88°
Congreso, Vol. 2, Hearings.

mientras que el financiamiento mediante impuestos o colocación de deuda en el público reduce el efecto multiplicador sobre el gasto.⁵

Se arguye que, no sabiendo cuáles han de ser la intensidad de las variaciones monetarias y el lapso en que se producen sus efectos, no es posible demostrar - que la norma de política sugerida por ciertos moneta--ristas - aumento del circulante a una tasa constante - sea superior, para reducir las fluctuaciones del ingre--so, a una regla que estipule que se establezcan las ta--sas de interés.⁶ Autores más optimistas⁷ piensan - que, aún existiendo lapsos entre las acciones moneta--rias y sus efectos no monetarios, no son irremediable--mente largos y que se ha aprendido bastante acerca del uso de los instrumentos monetarios para utilizarlos --provechosamente.

En resumen, podría decirse que la diferencia e--sencial entre keynesianos y monetaristas estriba en el grado de intervención gubernamental en la economía.

Ahora bien, en una economía desarrollada con niveles adecuados de ahorro e inversión privada, la primera labor del gobierno, en condiciones "normales", es el mantenimiento de la estabilidad. Pero en una economía

5 - J.Tobin, "An essay on the Principle of debt Management".

6 - Michael C.Lovell y Edward Prescott, "Money, Multiplier Acce--lerator Interaction and the Business Cycle", Southern Economic Journal, Julio de 1968.

7 - L.E. Gramley, op.cit..

en desarrollo, el crecimiento a un ritmo satisfactorio no es espontáneo. La tendencia al desarrollo no es un dato sino un problema cuya solución constituye el objetivo más importante, teniendo en cuenta el requerimiento de estabilidad.

Por eso, la controversia acerca de los papeles respectivos de las políticas fiscal y monetaria se plantea en términos diferentes y de las modificaciones efectuadas, surgen dos tendencias.

El enfoque estructuralista hace hincapié en que la inflación no es un fenómeno monetario sino que nace de desequilibrios de naturaleza real que se expresan en la estructura del nivel general de precios. La conclusión del grupo estructuralista es que, frente a la alternativa de inflación o estancamiento económico y desempleo, la primera es más aceptable.

El enfoque ortodoxo concede más importancia al sector financiero. El aumento de precios se considera paralelo a la expansión del ingreso que se deriva del proceso de desarrollo. El criterio consiste en atribuir al gasto gubernamental o a un excedente en la cuenta corriente de la balanza de pagos el aumento de la demanda agregada.

Trataremos en este trabajo de concretar el debate, limitando el análisis a México y concentrándolo en el período 1965 - 1976, que cubre dos administraciones. Por lo que estaremos llamados a diferenciar, y en su caso contraponer, dos subperíodos : 1965 - 1970 y 1971 - 1976.

Nuestro objetivo es destacar cuál ha sido, en es-

tos años, la función de la política monetaria mexicana. De acuerdo con las tendencias del debate teórico, la investigación estará orientada hacia la forma en que se ha financiado el gasto gubernamental.

La hipótesis que planteamos acerca del manejo de la política monetaria en México es que se puede usar dicha política esencialmente a fines de financiamiento - del sector público, relegando de este modo su función tradicional - esto es, el control de la demanda agregada mediante la regulación de la liquidez de la economía - a un segundo plano.

El plan que proponemos se sujeta a los puntos anteriores, a la vez que los ordena.

En el capítulo primero, vemos en qué consiste la política monetaria en México. A un nivel conceptual, en primer lugar, y a partir de una propuesta de definición de la política monetaria, sugerimos cuáles han de ser los lineamientos básicos de una política congruente con algunas características de la economía mexicana. El argumento es el siguiente: la tasa de acumulación de capital determina en el corto plazo la tasa de crecimiento económico; simultáneamente, el volumen y la estructura del ahorro no dan lugar a la acumulación de capital re-

querida por el grado de desarrollo de México. La insuficiencia del ahorro no constituye un límite al crecimiento siempre y cuando se puedan encontrar los medios de financiar la inversión. El recurso al crédito surge como medio de compensar la falta de ahorro e implica, dadas las funciones asignadas al Estado mexicano, una política monetaria de tipo expansionario.

Nos movemos luego hacia un nivel más concreto -- para describir los objetivos y los instrumentos de la política monetaria mexicana.

Todo lo anterior tenderá a poner en evidencia -- los vínculos entre la política monetaria y el financiamiento del sector público, o sea cómo el financiamiento del sector público se inscribe más o menos directamente entre los fines de la política monetaria y cómo destacan entre los instrumentos de política monetaria aquellos que permiten proporcionar fondos al sector -- público. Así se justifica el análisis detallado del -- sistema de encaje legal.

En el segundo capítulo, tratamos de demostrar que las prescripciones de política de la teoría monetaria tradicional tienen poca relación con las circunstancias en que se encuentra México. La eficiencia de la política monetaria descansa en su capacidad para alterar el -

el nivel de gasto de la comunidad. De acuerdo con el esquema tradicional - mecanismo de la utilidad marginal del dinero -, el éxito de las medidas tendientes a modificar el nivel del gasto a su vez depende de la capacidad del banco central para alterar la cantidad de dinero en circulación. Mostramos precisamente que la capacidad del banco central para alterar la cantidad de dinero es limitada porque tanto el tamaño de la base monetaria como el medio circulante total se determinan en función de los actos de las autoridades monetarias y de las decisiones de los bancos y del público.

El carácter endógeno de la cantidad de dinero aboga a favor de nuestra hipótesis acerca del manejo de la política monetaria. Concretamente, sugerimos que la forma cómo se utilizan los principales instrumentos de política monetaria permite una sustancial y decisiva transferencia de fondos hacia el sector público. Los requerimientos de encaje legal constituyen el elemento fundamental del proceso. La determinación de las tasas internas de interés y el manejo de la base monetaria complementan por otro lado el juego de los requerimientos de encaje.

El capítulo III cubre la comprobación empírica de nuestra hipótesis : sobre la base de los egresos e ingresos del Sector Público Federal, calculamos el monto del -

déficit público y nos volvemos hacia el mecanismo que -- permite financiar este déficit.

Deducido el endeudamiento externo, analizamos, respecto a la deuda interna, el papel que juegan la transferencia de recursos financieros del sector privado al sector público vía el sistema de encaje legal y la monetización, en el financiamiento del déficit.

Las fuentes utilizadas para las series estadísti--cas entre 1965 y 1976 son: la Cuenta de la Hacienda Pú--blica Federal (Secretaría de Hacienda y Crédito Público), los Informes Anuales y los Indicadores Económicos del --Banco de México.

Nuestras cifras se refieren a lo que llamaremos --"Sector Público Federal": lo definimos como Gobierno Fe--deral y Organismos y Empresas sujetos a control presu--puestal. Se excluyen por lo tanto los gobiernos locales--por un lado: Departamento del Distrito Federal y Gobier--nos del interior. Pero el D.D.F. no tiene un impacto sig--nificativo sobre el equilibrio presupuestario y las cuentas de los gobiernos locales resultan poco relevantes.⁸ Por otro lado, nuestra definición también excluye los Or--ganismos y Empresas no sujetos a control presupuestal.

8 - E.V.K. Fitzgerald, " Patterns of Public Sector Income and Expenditure ", p.15.

El peso relativo de este sector justificaría que se tomara en cuenta, pero la falta de datos estadísticos adecuados nos lo impide.

CAPITULO I FINES E INSTRUMENTOS DE LA POLITICA MONETARIA

PARTE I LOS FINES DE LA POLITICA MONETARIA

- A - Definición de la política monetaria.

¿Cuál es la función de la política monetaria ?

Cabe decir, a la luz del debate planteado en la introducción de este trabajo, que no existe consenso entre los teóricos que se preocupan de contestar esta pregunta. De modo que sustituiremos nuestra pregunta inicial por esa otra :

¿Cuáles son los objetivos para cuya consecución se pueden utilizar las medidas monetarias? Nos permitimos enfatizar el hecho de que esta pregunta no implica más que la posibilidad de influir sobre ciertas magnitudes mediante impulsos monetarios; esto es, no se refiere a relaciones predeterminadas entre unas y otros, ni sugiere predominio alguno de la política monetaria, en detrimento de las demás políticas, para el logro de los objetivos que mencionamos a continuación.

Tomamos la siguiente lista del capítulo II del Informe del Comité Radcliffe,¹ que propone cinco objetivos a la política monetaria:

1. Un estable y elevado nivel de ocupación.
2. Una estabilidad razonable en el poder de compra interno de la moneda.
3. Un crecimiento económico uniforme y mejoras en los niveles de vida.

1 - Comité Radcliffe, 1959, p. 289.

4. Contribución en alguna medida al desarrollo económico del resto del mundo, lo cual implica la existencia de un margen adecuado en la balanza de pagos.
5. El fortalecimiento de las reservas internacionales del país, lo que supone, a su vez, un margen mayor en la balanza de pagos.

Dicho de otro modo, se trata de mantener la estabilidad económica interna y el equilibrio de la balanza de pagos, así como de asegurar un progreso económico equilibrado con un alto nivel de ocupación. En la práctica, estos objetivos se traducen esencialmente en el intento de controlar el volumen de inversión privada y los gastos de consumo, o sea el nivel de la demanda global. Un largo camino se ha recorrido desde la época en que el mantenimiento de la convertibilidad de la moneda a un valor fijo en oro definía con claridad lo que constituía el deber de un banco central. Los objetivos que se agregaron posteriormente reflejan la participación creciente del Estado en los recursos nacionales, y el cambio radical que a este respecto registró la responsabilidad de los gobiernos. Este proceso histórico explica la creciente complejidad - y hasta ambigüedad - de la tarea atribuible a las autoridades monetarias, ya que, a medida que se diversifican los objetivos de política monetaria, surge el problema de la importancia relativa de cada uno de ellos y la posibilidad de alguna incompatibilidad entre los objetivos. Es así como el grado de preferencia que se atribuye a uno u otro varía de

tiempo en tiempo con los cambios económicos y como las tareas de las autoridades monetarias no siempre se pueden diferenciar claramente de las demás medidas de política gubernamental.

No existe pues una clasificación nítida de lo que es o debería ser - el campo de acción de cada tipo de política ni de las interferencias que se producen entre estas políticas.

Más bien, se plantea un conjunto de objetivos de orden socio-político-económico, al que deben tender el conjunto de las políticas gubernamentales, mediante los instrumentos específicos de que disponen.

Nuestro propósito es dar alguna definición aceptable de la política monetaria. Una manera de acercarse a ese concepto consiste en buscar cuál es la función, a nivel teórico, de tal política; otra, en destacar los objetivos de la misma. Ahora bien, acabamos de ver que ninguno de los dos caminos proporciona una solución clara y satisfactoria. Nos queda sin embargo la posibilidad de definir la política monetaria de un tercer modo: esto es, por los instrumentos que emplea. Reconociendo la insuficiencia relativa de este procedimiento, esperamos por lo menos eliminar con ello la incertidumbre inherente a las demás definiciones.

Los instrumentos mediante los cuales actúa la política monetaria son los siguientes:

1. La tasa de redescuento y/o de interés, que afecta el costo del crédito.
2. Las operaciones de mercado abierto, o compra-venta de valores por la banca central. Estas operaciones atañen esencialmente los valores gubernamentales y su puesta en práctica depende de la existencia de un mercado financiero desarrollado.
3. El sistema de reservas obligatorias, o encaje legal, que permite modificar la capacidad de los bancos para otorgar crédito al sector privado.
Los dos instrumentos anteriores influyen sobre la disponibilidad de crédito.
4. El control cuantitativo que incluye normas oficiales acerca de los activos y pasivos bancarios, y sugerencias informales.
5. El control selectivo, mediante el cual se canalizan recursos hacia actividades determinadas (exportaciones, agricultura, industria), o se restringe el financiamiento de ciertas operaciones (importaciones de bienes de consumo).

El control cuantitativo y el control selectivo quedan generalmente agrupados bajo el nombre de "instrumentos adicionales".

De este conjunto de instrumentos, se pueden sacar de

inmediato algunas conclusiones. El banco central, agente principal de la política monetaria, tiene un papel de regulador de la situación de liquidez de la economía. Esto es, supuestamente controla la creación de dinero, la distribución del crédito y los flujos de capitales. El crecimiento de la producción implica el crecimiento de los recursos financieros y de la masa monetaria. Como "productor de dinero central", el banco central controla indirectamente la creación total de dinero y llega de esa manera, con la ayuda de los instrumentos adecuados, a manejar el volumen de los recursos crediticios proporcionados a la economía.

Llamaremos "política monetaria" el conjunto de las decisiones tomadas por las autoridades para actuar sobre la economía por medio del dinero, con el fin de optimizar la relación producto/medios de pago. Por "medios de pago", hay que entender aquí el volumen del crédito y la liquidez del sistema bancario, siendo dicha liquidez el conjunto de los pasivos monetarios y cuasimonetarios del sistema financiero.

El tema que nos ocupa en ese estudio es la política monetaria en un país en desarrollo, concretamente México, y para un período determinado, los años 1965 - 1976. El análisis se puede resumir en dos preguntas, que cubren la corroboración de la definición que acabamos de dar de la política monetaria.

1. ¿ Qué significa optimizar la relación producto/medios de pago en un país como México ? El intento de contestar esta primera pregunta nos llevará a detallar algunas particularidades del sistema económico mexicano, esencialmente con respecto a las economías más avanzadas.
2. ¿ Qué contenido tienen las decisiones tomadas por las autoridades mexicanas para actuar sobre la economía por medio del dinero ? Esta segunda pregunta se relaciona con la primera en el sentido de que la relación producto/medios de pago perseguida implica objetivos determinados de política monetaria. Trataremos pues de destacar estos objetivos - que deberían derivarse de la respuesta dada a la primera pregunta - y también los instrumentos disponibles para alcanzarlos.

- B - Optimización de la relación producto/medios de pago:
algunas características de la economía mexicana.

La política monetaria apropiada para un país será de acuerdo con nuestra definición aquella que permita actuar simultáneamente sobre el producto y los medios de pago, de modo que tienda a ser óptima la relación de ambos. Dependerá por lo tanto en primer lugar del grado de desarrollo del país : esto es, en el caso de un país en desarrollo como México, el objetivo debe ser el incremento del producto real y del ingreso

per capita.

Por otro lado, se tiene que adecuar el volumen de medios de pagos al crecimiento del producto, no solamente en el sentido de no obstaculizar dicho crecimiento, sino también - y podría decirse más que todo - a fin de estimularlo.

Tanto por lo que se refiere al producto como por lo que se refiere a los medios de pago, la política monetaria dependerá en segundo lugar de las funciones que se asignen al Estado. Esto es, las atribuciones del Estado en el proceso de desarrollo económico constituyen el otro factor - conjuntamente con el grado de desarrollo del país - que determinará una política monetaria concreta.

Analizamos a continuación las implicaciones de estos dos "parámetros" - grado de desarrollo de México y funciones asignadas al Estado Mexicano - de las cuales deberían derivarse los lineamientos básicos de la política monetaria apropiada para este país.

Si se acepta que el nivel de ingreso per capita es un indicador bastante adecuado del grado de desarrollo, tendrá que aceptarse también que un país que pretenda desarrollarse prestará especial atención a la tarea de incrementar el nivel

de vida de su población y, por ende, el del ingreso per capita.

Ahora bien, la tasa de crecimiento del ingreso per capita depende de la magnitud de la acumulación de capital, de la productividad de los factores de producción y de la tasa anual de crecimiento demográfico. Al menos en el corto plazo, productividad y crecimiento demográfico son prácticamente fijos. En consecuencia, el instrumento susceptible de manipularse es la acumulación del capital, que se encuentra tradicionalmente determinada por la tasa de ahorro. Se trata pues de elevar la porción del ingreso que no se consume y de canalizarla hacia la inversión.

¿Cuáles son las particularidades del proceso ahorro/inversión en México?

- La proporción del ingreso ahorrada por los individuos puede definirse como la parte del ingreso disponible no dedicada al consumo corriente. Dividiendo entre asalariados y no asalariados, la propensión al ahorro de los primeros es baja con relación a la de los segundos, debido a una mayor propensión al consumo.² Este es un rasgo conocido en cualquier economía, pero se encuentra agravado en un país en desarrollo como México: por el nivel reducido del ingreso per capita, la propensión al ahorro de buena parte de la población,

2 - Para algunas características de la propensión al ahorro en los países en desarrollo, véase El Sayed Nassef, 1972.

constituída por asalariados, es muy inferior a la propensión al ahorro de los asalariados en países avanzados. El razonamiento aplicado a los asalariados se puede además extender a otros grupos de exigüos recursos, como son los pequeños agricultores. Y no sólo el ahorro nacional se encuentra limitado por la escasa participación de amplios sectores de la población, sino que el volumen de ahorros proporcionados por los demás sectores no siempre es utilizable para fines de inversión. Dicho de otro modo, la proporción del ingreso ahorrada es mayor que la proporción invertida porque el ahorro se divide entre la inversión propiamente dicha y el atesoramiento. Este último surge de la preferencia del público por activos improductivos, debido a comportamientos especulativos o de precaución. Falta añadir que el ahorro potencial excede al real, sobre todo en los grupos económicamente favorecidos, donde una parte del ingreso se dedica al consumo suntuuario.³ El Sayed Nassef⁴ atribuye este tipo de consumo al motivo demostración - "the demonstration motive" -, que llega a frustrar cualquier aumento posible del ahorro resultante de la desigualdad de la distribución del ingreso a favor de los no asalariados.⁵

3 - Sobre modelos de consumo de los sectores medio y alto de la población, véase Miguel de la Madrid, "Comentarios Sobre Política de Crédito y de Valores", Comercio Exterior, vol. 26 n°4, Abril de 1976.

4 - El Sayed Nassef, op. cit.

5 - El consumo suntuuario muchas veces no estimula el crecimiento económico porque, o bien corresponde - la mayoría de las veces - a bienes importados, con incidencias negativas sobre la balanza de pagos, o bien, tratándose de bienes producidos en el país, favorece producciones de escaso beneficio para el desarrollo económico equilibrado a largo plazo.

- En cuanto a las empresas, la proporción del ingreso que ahorran puede definirse como la parte no distribuida de los beneficios totales. En un país en desarrollo, la demanda efectiva es baja debido al nivel reducido del ingreso per capita. La estrechez de muchos mercados impone por un lado un límite a los recursos por ventas de las empresas e implica por otro lado escalas de producción pequeñas. En segundo lugar, las empresas enfrentan costos elevados que se derivan de las altas tasas de interés en el mercado de fondos prestables y de la baja productividad del trabajo. De modo que su actividad tiende a sesgarse a favor de producciones que arrojan un margen adecuado entre recursos y costos - o sea en muchos casos producciones destinadas a la satisfacción de las necesidades de consumo del reducido sector de la población de amplios recursos.

Por otro lado, el ahorro de las empresas se canaliza hacia inversiones de corto plazo, que no requieren un monto elevado de capital y se conforman al volumen de la demanda.

- Finalmente, la proporción del ingreso ahorrada por el Gobierno se puede definir como la relación del excedente presupuestario al producto nacional bruto. Basta señalar aquí que esta proporción es muy pequeña - o incluso negativa -: esta es una característica sobresaliente en un país en desarrollo.

El objetivo era hacer la parte del ingreso que no se consume lo más elevada posible para dirigirla hacia la inversión. Ahora bien, de las particularidades del proceso ahorro/inversión que acabamos de mencionar, podemos deducir que nuestro objetivo se encuentra seriamente obstaculizado.

Y no sólo el volumen disponible de ahorros plantea un problema de financiamiento, sino también la estructura de estos ahorros. Ya hemos mencionado que existe en el público una preferencia por activos improductivos, que de hecho podríamos llamar preferencia por la liquidez. Esto es, el atractivo de los activos financieros líquidos - sobre todo aquellos proporcionados por los intermediarios financieros, que se pueden convertir fácilmente en dinero sin mucha pérdida - se considera superior al de las inversiones financieras, representado esencialmente por las tasas de interés. Este es otro rasgo básico de un país en desarrollo.

La preferencia por la liquidez en un país como México se atribuye a los siguientes factores. En primer lugar, el mercado financiero tiene un desarrollo incipiente que impide diversificar riesgos en forma eficiente. En particular, es notable la falta de un mercado organizado de títulos primarios, sobre todo a largo plazo.⁶ En segundo lugar, en el caso de

6 - Si México no tiene un buen mercado de capitales, puede que sea porque hasta la fecha, no haya decidido tenerlo, en consideración de los costos y beneficios: "A cierto costo, cualquier país puede tener un mercado de capitales eficiente", Siendo dicho costo la cantidad de recursos reales (mano de obra calificada y competente por ejemplo) que se tiene que aplicar para la consecución de un objetivo. Véase J. Gurley, " Las Estructuras Financieras en las Economías en Proceso de desarrollo ", C.E.M.L.A., vol. 12 n°1, octubre de 1966, p.497.

de una economía abierta como la de México, donde prevalecen la libre convertibilidad de la moneda y un tipo de cambio fijo, la experiencia sugiere que siempre existe riesgo cambiario.

De la preferencia por la liquidez del público, se deriva la importancia relativa del proceso de financiamiento indirecto - o intervención de los intermediarios financieros en la movilización y distribución de los ahorros. Por un lado, los intermediarios pueden proporcionar sustitutos del dinero compatibles con la preferencia por la liquidez de los ahorradores, de manera que por lo menos una parte de los ahorros no permanezca ociosa. Por otro lado, los intermediarios se encuentran capacitados para convertir recursos financieros de corto plazo en fuentes potenciales de financiamiento a largo plazo y para canalizar los fondos disponibles hacia diferentes usos con mayor eficacia.

De hecho, en México, debido al desarrollo incipiente del mercado financiero, buena parte del proceso de financiamiento recae sobre los intermediarios financieros. Siendo estos intermediarios, y en particular las instituciones monetarias, los agentes más activos del mercado de fondos prestables, la tarea de las autoridades monetarias resulta a veces facilitada, ya que se puede concentrar en el control de las operaciones de dichos intermediarios.

Trataremos ahora de recapitular las características de la economía mexicana que hemos podido destacar.

1. El nivel del ahorro de los particulares es bajo y hasta este reducido volumen no siempre es utilizable para fines de inversión.
2. El ahorro de las empresas en muchos casos se canaliza hacia inversiones de corto plazo y/o de escaso beneficio para el desarrollo económico.
3. El papel que en otros casos tiene el mercado financiero, en México queda a cargo de los intermediarios financieros.

Hemos dicho anteriormente que la política monetaria apropiada para un país depende del estado de su desarrollo y de las funciones asignadas al Estado. En cuanto a las funciones del Estado, es conveniente "recordar que como resultado de la profunda transformación política emanada de la Revolución mexicana, el Estado tiene la responsabilidad, conforme a las leyes básicas de la nación, de promover y encauzar el desarrollo económico".⁷

"Promover y encauzar el desarrollo económico", precisamente en un país en desarrollo como México, tiene en el tema que nos ocupa implicaciones directas. Esto es, implica aumentar y/o complementar en una forma u otra el ahorro interno, promover las actividades de inversión necesarias que la iniciativa privada se resiste a emprender y controlar a

7 - Antonio Ortiz Mena, "El Desarrollo Estabilizador : una Década de Estrategia Económica en México", El Trimestre Económico, p. 419.

los intermediarios financieros de manera que la distribución de los recursos obedezca a los objetivos del desarrollo.

Optimizar la relación producto/medios de pago significará pues actuar de acuerdo a las tres exigencias que acabamos de mencionar. En cuanto a la primera de estas exigencias, aumentar y/o complementar el ahorro interno, no se ofrecen más que tres posibilidades, de las cuales dos son de índole interna y una externa: respectivamente imposición, expansión del crédito y endeudamiento externo.

La segunda de nuestras exigencias - promover las actividades de inversión que la iniciativa privada se resiste a emprender - se refiere a los proyectos de inversión de costos elevados, beneficios reducidos y larga maduración. Su cumplimiento queda sujeto a la captación de buena parte del excedente económico potencial y su canalización a través del gasto público. En caso de que dicha captación fuera insuficiente, es necesario que el sector gubernamental cuente con fuentes adicionales: nuevamente imposición, expansión del crédito, o endeudamiento externo.

Finalmente, no nos detendremos aquí en el control ejercido sobre los intermediarios financieros, ya que este punto quedará analizado con detalle posteriormente. Es suficiente en ese momento señalar que existe un vínculo estrecho entre

dicho control y la actividad del Estado como inversionista, puesto que la mayor parte de las transferencias a favor del sector gubernamental provienen de los intermediarios financieros.

Por lo menos en el corto plazo, el aumento del ahorro interno queda limitado por las características mismas de una economía en desarrollo. Por otro lado, los recursos disponibles no permiten al Estado captar el volumen de fondos requeridos por su papel de "promotor del desarrollo". De ahí que, en un país como México y, dadas la insuficiencia del ahorro voluntario interno y las necesidades de financiamiento del sector gubernamental, se vuelva prácticamente automático el recurso a la imposición y/o la expansión del crédito y/o el endeudamiento externo.

De estos tres elementos, la expansión del crédito es el único que queda directamente incluido en la política monetaria. Una política monetaria expansionaria como medio de proporcionar fondos al sector público quedaría pues justificada por el grado de desarrollo de México y por las funciones que en este país se han asignado al Estado. En otras palabras, el financiamiento al sector público surge en este análisis como fin lógico de política monetaria.

Trataremos ahora de destacar los medios de que dispo-

nen las autoridades monetarias en México para alcanzar dicho fin, en el marco de la segunda pregunta que hemos planteado, o sea : ¿ Qué contenido tienen las decisiones tomadas por las autoridades mexicanas para actuar sobre la economía por medio del dinero ?

PARTE II LOS OBJETIVOS DE LA POLITICA MONETARIA MEXICANA
Y LOS INSTRUMENTOS QUE UTILIZA : DECISIONES TOMADAS PARA ACTUAR SOBRE LA ECONOMIA POR MEDIO--
DEL DINERO.

Concretamente, se trata de influir sobre el comportamiento de las variables monetarias y financieras clave - dinero, cuasidinero, crédito, paridad cambiaria, tasa de interés - para alcanzar los siguientes objetivos:

1. Un volumen de demanda agregada compatible con el sostenimiento de un alto ritmo en la producción de bienes y servicios. De este ritmo de producción, se derivan la creación de oportunidades de empleo y la satisfacción de las necesidades de consumo de la sociedad.
2. Condiciones de equilibrio en el sector externo.
3. Una estabilidad relativa en el nivel de precios internos, ligada al objetivo de balanza de pagos y al de distribución del ingreso.
4. Una mayor generación de ahorro interno y su canalización hacia las actividades prioritarias.

La consecución de estos objetivos queda sujeta a un ejercicio llamado " programación financiera ". Nos detendremos en el análisis de la programación financiera en Mexico, por constituir ésta la manifestación principal de la política monetaria y crediticia en el corto plazo.

- A - La programación financiera.

En pocas palabras, la programación financiera es un proceso anual encaminado a cuantificar la evolución deseable de la variable financiera básica que es el crédito, partiendo del supuesto de que el movimiento de esta variable influye de manera determinante sobre la demanda agregada.

La programación financiera descansa sobre dos principios. El primero se basa en la teoría monetaria; esto es, se basa en el supuesto de que existe en la economía una demanda por dinero y por instrumentos cuasimonetarios que es independiente de su oferta. Dado este supuesto, la autoridad monetaria, mediante el control de la concesión de créditos, debe regular la demanda agregada a un ritmo que sea consistente con los objetivos de política monetaria. Se prevé que la economía demandará un incremento determinado de medios de pago y otros pasivos cuasimonetarios durante algún período, normalmente un año. Este monto crece por varias razones, entre las cuales se encuentran el crecimiento del P.I.B. en

términos reales, el aumento programado de los precios, la evolución del sistema institucional.

Por " evolución del sistema institucional ", hay que entender el perfeccionamiento de los instrumentos de captación y canalización del ahorro interno por el sistema bancario. Se hacen proyecciones acerca de este factor institucional a fin de evaluar la capacidad de expansión de los pasivos bancarios y poder luego considerar el total de activos que colocará la banca como un dato. Así por ejemplo, si se espera un aumento sustancial de los recursos del sistema financiero, la autoridad monetaria debe programar su política en función de posibles presiones expansionarias.

La determinación del crecimiento factible de los pasivos bancarios presupone la existencia de una demanda relativamente estable, esto es, predecible con alto grado de confianza, por dinero y cuasidinero, y la existencia de una política gubernamental consistente en lo que se refiere al endeudamiento externo.

Ambas - demanda por dinero estable y política de endeudamiento externo - permiten la determinación del orden de magnitud del incremento deseable de los diferentes activos del sistema financiero.

El segundo principio sobre que descansa la programación

financiera se deriva de los estudios empíricos y de las relaciones institucionales que corresponden a cada economía. Lo podríamos llamar "consideración del momento económico". Es así como, según estén o no satisfechas las autoridades con el comportamiento de los grandes agregados, la política monetaria tendrá un papel "pasivo": propiciar el desenvolvimiento de la economía; o un papel "activo": rectificar las tendencias indeseables.

Resumiendo, en base a las proyecciones sobre el crecimiento de los pasivos bancarios y al estado de la economía en un momento dado, la programación financiera determina la liquidez adicional, es decir, la oferta de dinero del sistema bancario, a través del control de los distintos renglones que componen el balance de dicho sistema. Su integración en el proceso de planificación económica general consiste en asignar recursos financieros para los fines que surgen del plan real, de modo que la programación financiera está íntimamente relacionada con el ejercicio presupuestario, en lo que concierne tanto al manejo de la demanda agregada, como a la distribución de los recursos crediticios disponibles entre el sector público y el sector privado.

Ahora bien, si por un lado se atribuye a la programación financiera un papel "pasivo" en el sentido de que está basada en las pautas establecidas por los presupuestos eco-

nómico y monetario, por otro lado uno de sus objetivos fundamentales consiste precisamente en verificar la factibilidad de las políticas previstas. Para ello debe comprobarse si los instrumentos e instituciones financieras son capaces de canalizar las corrientes de fondos necesarios de acuerdo con la asignación de recursos que se haga ¿Cuáles son pues los instrumentos de que dispone la autoridad monetaria en México ?

- B - Descripción de los instrumentos de política monetaria y crediticia.

Con el fin de facilitar la descripción de los instrumentos de la política monetaria en México, empezaremos por establecer una distinción conceptual entre los tipos de dicha política. Fundamentalmente, estos tipos son tres:

1. La política de control cuantitativo, por medio de la cual la autoridad monetaria regula el monto total de liquidez y crédito en la economía. Las modificaciones en la base monetaria, debidas a variaciones en la emisión primaria del banco central vía cambios en los activos nacionales e internacionales, y las variaciones en el multiplicador bancario, que, dada la base monetaria, determina la capacidad de expansión crediticia del sistema financiero, constituyen los pilares de la regulación cuantitativa.

2. La política de control cualitativo, cuya tarea es dirigir los flujos crediticios hacia actividades de alta prioridad económica y social.
3. La política de promoción del sistema financiero, destinada a fomentar la confianza en el dinero y demás pasivos bancarios, de manera que se vuelva más eficiente el proceso de intermediación en la generación y el uso del ahorro.

Veremos a continuación en qué medida y de qué manera los diferentes instrumentos se encuentran vinculados a uno o varios de los tipos de política que acabamos de mencionar. Iniciaremos el análisis con el encaje legal, por ser éste el instrumento más importante de la política monetaria mexicana, a propósito del cual se ha dicho: "De hecho, México ha sido uno de los pioneros en la aplicación generalizada del encaje legal como instrumento de control cualitativo y cuantitativo"⁸

1 - El encaje legal.

En México, por sistema de encaje legal, se entiende el régimen de asignación de los recursos captados por el sistema bancario, según reglas determinadas por la autoridad monetaria. Esto incluye el depósito obligatorio en el Banco de México, así como los renglones de crédito que los bancos tie-

8 - Luis Sánchez Lugo, 1976. p. 370.

nen que cumplir según las proporciones establecidas. O sea que por un lado, el encaje legal se refiere al coeficiente de liquidez, que tradicionalmente se utiliza como un medio de afectar el multiplicador bancario para regular el volumen de crédito y liquidez, dada la base monetaria. Sin embargo, por otro lado, el sistema de encaje legal mexicano, además de este control de tipo cuantitativo, abarca - controles cualitativos, como es la canalización de recursos hacia las actividades que se desea impulsar.

Concretamente, el sistema funciona mediante compras y ventas de valores en cuenta corriente por el Banco de México, a un precio predeterminado. Más explícitamente, de acuerdo con el sistema de encaje legal mexicano, el pasivo computable⁹ de los bancos privados y mixtos debe distribuirse, según las disposiciones del Instituto Central, en dos - grandes grupos: recursos en depósito obligatorio y recursos de canalización directa.

- Los recursos en depósito obligatorio son las reservas bancarias que constituyen depósitos en el Banco

9 - El pasivo computable es el "resultado de restar al pasivo exigible total un grupo de conceptos que se consideran como pasivo "exceptuado" de constituir el encaje legal. En este grupo, se incluyen renglones tales como algunas cuentas interbancarias, ciertas aceptaciones por cuenta de clientes, cuentas sujetas a regímenes especiales (Banco de México, corresponsalía y depósitos en garantía), etc...", Arturo Ruiz Equihua, "El Encaje Legal en México", C.E.M.L.A., vol IV n°5, Mayo de 1958, (Suplemento), p. 95.

de México: estos depósitos corresponden a una proporción fijada del pasivo computable. Así por ejemplo, las tasas básicas de depósito legal vigentes en octubre de 1975, calculadas sobre el pasivo computable en moneda nacional, son ¹⁰: 18% para los bancos de ahorro; 39% para las sociedades financieras; 34% para las sociedades hipotecarias; 44% y 22.5%, para los bancos de depósito según estén situados en la zona metropolitana o en el interior del país, respectivamente. Por "tasas básicas de depósito legal", hay que entender las tasas aplicables a los saldos diarios promedio captados a una determinada fecha. Los recursos en depósito obligatorio constituyen un instrumento de control cuantitativo, en la medida en que un cambio en las tasas de depósito afecta el multiplicador bancario, esto es, la creación total de crédito y liquidez que puede generar el sistema financiero con un monto determinado de emisión primaria del banco central. El deseo de modificar el multiplicador bancario, vía cambios en las tasas de depósito, puede surgir de dos tipos de necesidades: esencialmente, adecuar la expansión crediticia a objetivos de largo plazo, o moderar, en el marco de la política coyuntural, los efectos de incrementos en la base monetaria,

CUADRO I-1 Recursos en Depósito Obligatorio: Tasas Básicas y Marginales para Pasivos Computables Sujetos a Inversión en Moneda Nacional, 1965 - 1976.

Departamento y Tipo de Pasivo	1955	1956	1957	1958	1959	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
<u>Depósito</u>												
Zona Metropolitana												
Encaje Básico	15	15	15	15	15	15	15	15	34	15	34	44
Encaje Marginal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	72	72	72
Interior del País												
Encaje Básico	15	15	15	15	15	15	15	15	10	15	10	12.5
Encaje Marginal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	48	40	48
Depósitos a Plazo												
Encaje Básico	10	10	10	10	10	10	10	10	30	10	30	40
Encaje Marginal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100	100	100
<u>Ahorro</u>												
Entuje Básico	10	10	10	10	10	10	10	10	6	4	4	18
Entuje Marginal	5	5	5	5	5	5	5	5	25	5	25	30
<u>Financieras</u>												
Encaje Básico	1	1	1	1	1	1	1	1	?	-	39	39
Encaje Marginal	1	1	1	1	1	1	1	1	?	-	50	50
<u>Hipotecarios</u>												
Encaje Básico	-	3	3	3	3	3	3	-	-	34	-	34
Encaje Marginal	-	-	-	-	-	-	-	15	30	-	-	-

Fuente: Indadores Económicos, Banco de México, S.A., 1965 - 1976.

Nota: Las tasas marginales se aplican a los montos de pasivos que exceden los saldos existentes en las fechas indicadas debajo de cada tasa marginal.

Se dejaron inconvertibles cuando los cambios formales en las tasas no permitieron una integración aceptable.

CUADRO 1-2 Recursos de Canalización Directa: Tasas Básicas y Marginales para Pasivos Computables Sujetos a Inversión en Moneda Nacional, 1935 - 1976.

Departamento y Tipo de Pasivo	1955	1956	1957	1958	1959	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
<u>Depósito</u>												
Zona Metropolitana												
Encaje Básico	60	60	60	60	60	60	60	28	28	28	26	26
Encaje Marginal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3	3	3
Interior del País												
Encaje Básico	55	55	55	55	55	55	55	47	47	(27/1/74) 47	(27/1/75) 46.5	(27/1/76) 46.5
Encaje Marginal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	27	27	27
Depósitos a Plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(27/1/74) 40	(27/1/75) 40	(27/1/76) 40
Encaje Básico	90	90	90	90	90	90	90	40	40	40	40	40
Encaje Marginal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
			(19/1/56)	(19/1/56)	(19/1/56)	(19/1/56)	(19/1/56)	-	(27/1/72)	-	-	-
<u>Ahorro</u>												
Encaje Básico	90	90	90	90	90	90	90	15	47	47	47	43
Encaje Marginal	70	70	70	70	70	70	70	68	35	35	35	35
	(1/1/53)	(1/1/53)	(1/1/53)	(1/1/53)	(1/1/53)	(1/1/53)	(1/1/53)	(1/1/53)	(18/1/73)	(18/1/73)	(18/1/73)	(18/1/73)
<u>Financieros</u>												
Encaje Básico	19	19	19	19	19	19	19	?	?	33	36	36
Encaje Marginal	90	90	90	90	90	90	90	?	?	25	25	25
	(4/1/50)	(4/1/50)	(4/1/50)	(4/1/50)	(4/1/50)	(4/1/50)	(4/1/50)	-	-	(31/1/73)	(31/1/73)	(31/1/73)
<u>Hipotecarios</u>												
Encaje Básico	3	-	-	-	-	-	42	100	100	69	69	69
Encaje Marginal	-	-	-	-	-	-	-	85	70	-	-	-
								(1/1/71)	(1/1/71)	-	-	-

CUADRO I-3 Inversión Libre: Tasas Básicas y Marginales para Pasivos Computables Sujetos a Inversión en Moneda Nacional, 1985 - 1976.

[illegible]

CUADRO 1.- Recursos en Depósito Obligatorio: Tasas Básicas y Marginales para Pasivos Computables Sujetos a Inversión en moneda extranjera, 1965 - 1976.

Departamento y tipo de pasivo	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
	sin. con.	sin. con.	sin. con.	sin. con.	sin. con.	sin. con.	sin. con.	sin. con.	sin. con.	sin. con.	sin. con.	sin. con.
Deposito												
Pasivo a la vista												
Regimen General												
Encaje básico	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Encaje marginal	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
Frontera norte	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(9/1/55)	(9/1/55)	(9/1/55)
Encaje básico	20	20	20	20	20	20	20	25	25	25	25	25
Encaje marginal	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
Depositos a plazo	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)					
Regimen general												
Encaje básico	20	25	25	25	25	25	25	10	90	10	90	10
Encaje marginal	25	10	10	10	10	10	10					
Frontera norte	(8/1/55)	(19/X/66)	(19/X/66)	(19/X/66)	(19/X/66)	(19/X/66)	(19/X/66)					
Encaje básico	20	25	25	25	25	25	25	10	90	10	60	
Encaje marginal	25	10	10	10	10	10	10					
Encaje básico y marginal	(8/1/55)	(19/X/66)	(19/X/66)	(19/X/66)	(19/X/66)	(19/X/66)	(19/X/66)					
Encaje marginal	1	1	1	1	1	1	1	1	24	1	24	1
Encaje básico	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
Pasivo a la vista	(5/III/59)	(5/III/59)	(5/III/59)	(5/III/59)	(5/III/59)	(5/III/59)	(5/III/59)	(5/III/59)	(5/III/59)	(5/III/59)	(5/III/59)	(5/III/59)
Pasivo a plazo												

1.- Incluido en el pasivo en moneda nacional hasta 1972.
 2.- Únicamente sobre pasivo de residentes en el país.

CUADRO I-5 - Recursos de Canalización Directa: Tasas Básicas y Marginales para Pasivos Computables Sujetos a Inversión en Moneda Extranjera, 1965 - 1976.

Departamento y Tipo de Pasivo	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Deposito												
Reserva a la Vista												
Régimen General												
Encaje Básico	5	5	5	5	5	5	5 ¹	-	-	-	-	-
Encaje Marginal	75	75	75	75	75	75	75	20	20	20	20	20
Frontera Norte	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)
Encaje Básico	5	5	5	5	5	5	5 ¹	40	40	40	60	60
Encaje Marginal	75	75	75	75	75	75	75	-	-	-	-	-
Encajes a Pazo	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	(8/1/55)	-	-	-	-	-
Régimen General												
Encaje Básico	5	75	75	75	75	75	75 ¹	-	-	-	-	-
Encaje Marginal	75	80	90	90	90	90	90	-	-	-	-	-
Frontera Norte	(8/1/55)	(19/4/66)	(19/4/66)	(19/4/66)	(19/4/66)	(19/4/66)	(19/4/66)	-	-	-	-	-
Encaje Básico	5	75	75	75	75	75	75 ¹	30	30	30	30	30
Encaje Marginal	75	80	90	90	90	90	90	-	-	-	-	-
	(8/1/55)	(19/4/66)	(19/4/66)	(19/4/66)	(19/4/66)	(19/4/66)	(19/4/66)	-	-	-	-	-
Ahorro												
Encaje Básico y Marginal	-	-	-	-	-	-	-	15	5	5	5	5
Financieros												
Encaje Básico	24	24	24	24	24	24	24 ¹	-	-	5	5	5
Encaje Marginal	75	75	75	75	75	75	75	-	-	-	-	-
	(3/8/59)	(3/11/60)	(5/11/60)	(5/11/60)	(5/11/60)	(5/11/60)	(5/11/60)	-	-	-	-	-

1 - Se vuelve "valor en cuenta corriente" de 1972 en adelante.

Departamento y Tipo de Pasivo	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Depósitos												
Pasivo a Inversión												
Régimen Gral.												
Encaje Básico	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Encaje Marginal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Frontera Norte												
Encaje Básico	75	75	75	75	75	75	75	-	-	-	-	-
Encaje Marginal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Depósitos a Plazo												
Régimen Gral.												
Encaje Básico	75	75	75	75	75	75	75	-	-	-	-	-
Encaje Marginal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Frontera Norte												
Encaje Básico	75	75	75	75	75	75	75	-	-	-	-	-
Encaje Marginal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ahorro												
Encaje Básico y Marginal	-	-	-	-	-	-	-	65	65	65	65	65
Financieras												
Encaje Básico	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Encaje Marginal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

1. No se aplica a pasivos de residentes en el país, excepto municipios de plazas fronterizas.

Nota: Se presentan en estos cuadros los principales renglones del sistema de encaje legal. No aparecen aquí los siguientes renglones: Caja, Pasivo Computable no sujeto a inversión y Pasivo Contratado en términos distintos a los expresamente señalados por el Banco de México.

- incrementos asociados a los financiamientos del Banco de México al Gobierno Federal, o a entradas de capital del exterior -.

En la práctica, los recursos captados a título de depósito obligatorio por el Banco de México se destinan a: Fideicomisos Financieros de Fomento, necesidades del Gobierno Federal y dotaciones al propio Banco. Así por ejemplo la tasa de 44% sobre el pasivo computable en moneda nacional, aplicada a los bancos de depósito situados en la zona metropolitana, a la que nos hemos referido anteriormente, incluye 4% para el crédito agropecuario y 2% para el Fondo de Garantía y Fomento a la pequeña y mediana industria.¹¹

En cuanto a las necesidades del Gobierno Federal, desde 1965 aproximadamente, el Banco de México ha utilizado de manera activa el mecanismo del depósito obligatorio para proporcionar recursos no inflacionarios al déficit del sector público.

Finalmente, el remanente de los recursos captados permanece en el Banco, con objeto de dotarlo, en forma permanente o temporal, de fondos reguladores de la liquidez interna y de las reservas internacionales.

- Los recursos de canalización directa se distribuyen por el banco central de acuerdo con los porcentajes esta-

11 - Véase " Indicadores Económicos", Banco de México, Cuadro 1-8, 1975, p. 16.

blecidos sobre el pasivo computable de las instituciones de crédito. Tomando el caso de las sociedades financieras, y aparte de los ya mencionados 39% en depósito obligatorio, dichas sociedades deben colocar unos 36% adicionales de su pasivo computable en moneda nacional en actividades de fomento económico, agrupadas contablemente bajo el título "crédito y valores".¹²

Precisando un poco, estos 36% incluyen un 1% destinado a financiar empresas productoras de bienes de exportación e invertir en hotelería y nuevos centros comerciales.¹³

Falta añadir que las tasas oficiales definen niveles mínimos de financiamiento a las actividades indicadas. Los recursos de canalización directa se inscriben en una política de tipo cualitativo y por eso el sistema del encaje legal constituye un instrumento - el más importante - de control selectivo del crédito.

En parte porque el sistema del encaje legal responde a la vez a objetivos de tipo cuantitativo y cualitativo, la estructura de los requerimientos de reserva es muy compleja. Asimismo, las disposiciones del Instituto Central quedan formalizadas mediante circulares. Un breve análisis del método a que obedecen dichas circulares nos permitirá sintetizar de

12 - Quadro I - 2.

13 - "Indicadores Económicos", op.cit.p. 17.

alguna manera lo que hemos dicho hasta ahora del encaje legal.

El primer modo de acercarse al método de las circulares se refiere a los niveles abarcados. Estos son cinco:

1. Las circulares establecen distinciones entre los tipos de instituciones a las que están dirigidas: bancos de depósito y ahorro, sociedades financieras y sociedades de crédito hipotecario.¹⁴
2. El pasivo computable del sistema bancario se encuentra regido por tasas diferentes según esté constituido por moneda nacional o extranjera.¹⁴
3. El pasivo computable, sea en moneda nacional o extranjera, a su vez se subdivide en pasivo sujeto a inversión y no sujeto a inversión.
4. Las circulares ordenan los requerimientos cronológicamente - o sea que existen tasas "básicas" que se aplican sobre el monto del pasivo hasta una fecha determinada, y tasas "marginales" que se aplican sobre el pasivo posterior.¹⁴
5. Las circulares finalmente toman en cuenta la localización geográfica de las instituciones. Esto es válido para los departamentos de depósito según estén o no situados en la zona metropolitana.¹⁴

Por otro lado, las circulares incluyen diferentes ren-

14 - Cuadros I-1 a I-6.

glones: depósitos en efectivo, valores, créditos o financiamientos, y otros, de los cuales algunos rinden interés a sus tenedores y otros no.

A partir de las enmiendas de 1974 a la ley bancaria, se fortaleció la facultad del Instituto Central para regular el crédito, prácticamente en la totalidad del sistema bancario.¹⁵

2 - Otros instrumentos de política monetaria.

- Las tasas de interés.

La determinación de las tasas de interés sobre depósitos de ahorro y otros pasivos financieros constituye el segundo instrumento de control monetario en México, después del encaje legal. No es nuestro propósito en este estudio analizar el modo cómo el banco central fija la tasa de interés que reciben los ahorradores. Por un lado, son procesos de decisión de los cuales queda alejada la mayor parte del público. Y por otro lado no es tanto el "cómo", sino el "por qué", y las consecuencias de ello, que nos proponemos averiguar.

En un primer momento, a través de algún mecanismo, se fija la tasa de interés que reciben los ahorradores. Esta tasa es la que debe regir simultáneamente en el mercado monetario.

Ahora bien, ¿en base a qué criterios se decide del nivel adecuado de la tasa de interés?

15 - Diario Oficial de la Federación, 3 de Enero de 1974.

El Banco de México determina el nivel de las tasas de interés internas con vistas a estimular la entrada de fondos externos en el sistema financiero mexicano y a desalentar la salida de fondos internos, más que para controlar la demanda de créditos. Persigue su objetivo principal asegurando un diferencial atractivo entre los activos financieros mexicanos y extranjeros - tratándose en el caso de los activos extranjeros casi exclusivamente de los activos norteamericanos -. ¹⁶ Es así como, según estadísticas estadounidenses, el diferencial entre las tasas anuales promedio de México y Estados Unidos fué 6.56% en 1965, 8.16% en 1966, 5.98% en 1967... ¹⁷

A partir de 1972 y según un estudio del Fondo Monetario Internacional, ¹⁸ el rendimiento diferencial disminuye y la baja sobre todo es notable durante algunos meses de 1973 y 1974. Esta disminución se debió principalmente a fuertes aumentos en las tasas externas, y el diferencial se volvió a acercar a sus niveles anteriores en la segunda mitad de 1974, para mantenerse luego entre 4% y 6%.

Por otro lado, también existe cierto control sobre las tasas de interés en operaciones activas: así por ejemplo una circular emitida en Agosto de 1973 (No. 1745) estipulaba una tasa máxima de 13% para las operaciones destinadas a

16 - Sobre este punto, véase E. Fernández Hurtado, y R. Gómez "El Banco Central y los Problemas de Financiamiento del Desarrollo", C.E.M.L.A. vol. 15 n°5, Mayo de 1969, p.207.

17 - Bond and Stock Yields Statistics, Federal Reserve Bulletin.

18 - I.M.F., "Mexico, Recent Economic Developments", Octubre de 1976.

financiar la producción.

Prevalece sin embargo en los trabajos sobre la economía mexicana¹⁹ el supuesto de que la tasa que pagan los demandantes de crédito está generalmente determinada por la demanda de fondos de inversión.

- La tasa y el acceso al redescuento.

Este instrumento de política monetaria tiene en México un uso limitado y sirve esencialmente los propósitos de una política selectiva a favor de sectores prioritarios. El acceso al redescuento, a tasas preferenciales, queda reservado en primer lugar a los fideicomisos financieros de fomento. También pueden recurrir a este modo de financiamiento las instituciones nacionales de crédito que atienden en forma especializada a sectores claves, como el agropecuario o el industrial: suelen hacerlo a consecuencia por ejemplo de un crecimiento lento de sus pasivos o de retiros extraordinarios de los depósitos.

- Las operaciones de mercado abierto.

Del mismo modo que el redescuento, tampoco es muy relevante en México como instrumento de control monetario el "mercado abierto".

Debido a la falta de un mercado financiero desarrollado, tanto el redescuento como las operaciones

19 - Véase por ejemplo C.Bazdresch, 1973, p.352.

de mercado abierto no ocupan el mismo lugar que en otros países. Las operaciones de mercado abierto se asemejan al redescuento por su carácter básicamente cualitativo - esto es, el apoyo a valores tales como las cédulas hipotecarias o los títulos emitidos por las instituciones nacionales de crédito-.

- La persuasión.

Este instrumento de control monetario cobra cada vez más importancia en México y, podría decirse, constituye - con el encaje legal - uno de los medios más eficaces para manejar la base monetaria y el multiplicador bancario.²⁰

Originalmente, la "persuasión" es un instrumento de tipo cualitativo que funciona a través de "recomendaciones": se sugiere por ejemplo una mayor contribución al financiamiento del sector público de parte de varias instituciones de crédito, que con ese fin pueden formar un grupo.

Las recomendaciones llegan a veces a formalizarse dando lugar a "convenios especiales" entre el Banco de México por un lado y la banca privada y mixta por el otro. En ese caso, la "persuasión" se vuelve instrumento de control cuantitativo, de la misma manera que el encaje legal: los convenios permiten restringir el efecto expansionario de los créditos del banco

²⁰ - Véase Mario Ramón Beteta, "La Política Financiera en México, 1971-1976", Comercio Exterior, vol 26 n°4, Abril de 1976, p. 485.

central al Gobierno Federal. Los "convenios de esterilización" de fondos frenan la expansión crediticia del sistema bancario, corrigiendo situaciones de liquidez excesiva sin modificar el encaje legal. Por otra parte, los "convenios de canalización" de recursos obedecen a objetivos cualitativos. De hecho, estos convenios, ya sean de "esterilización" o de "canalización", constituyen un complemento del sistema de encaje legal, distinguiéndose de éste fundamentalmente por su carácter no obligatorio.

- Instrumentos de promoción del sistema financiero.

Bajo este título, agrupamos dos elementos de la política monetaria y crediticia, por tender ambos, de una manera u otra, a aumentar la eficacia del proceso de intermediación en la generación y el uso del ahorro. Estos dos elementos son: autorización para colocar instrumentos de captación y control de crecimiento de pasivos.

La colocación de nuevos instrumentos de captación queda supervisada por la autoridad monetaria, en función de las garantías que el propio intermediario financiero puede dar a sus pasivos. En caso de que estas garantías se juzgan suficientes, la autoridad monetaria apoya la solvencia y liquidez de los agentes del sistema bancario, lo cual propicia la confianza del público en el dinero y demás pasivos bancarios. Parale-

lamente al tipo de intervención - más bien restrictivo - que acabamos de mencionar, le incumbe a la autoridad monetaria fomentar la diversificación de los instrumentos, por lo que se refiere a plazo y tasa de interés, a fin de satisfacer las necesidades del ahorrador y atraer el ahorro potencial.

El control de crecimiento de pasivos equivale al control de la relación pasivo/capital que deben observar las instituciones de crédito. Hasta 1972, y esencialmente con el propósito de regular el crecimiento de las sociedades financieras, el crecimiento de los pasivos estaba sujeto a un límite máximo: 12% anual por ejemplo para dichas sociedades.

Desde la supresión de estas normas, el crecimiento de los pasivos se regula mediante la relación pasivo/capital, o sea el número de veces del capital más las reservas de capital que pueda alcanzar el pasivo. La relación pasivo/capital fijada tradicionalmente para cada tipo de institución es estable: 22.5 veces para las sociedades financieras, 30,20 y 18 veces para las sociedades de crédito hipotecario, los departamentos de ahorro y las instituciones de depósito, respectivamente.

También existen límites a la colocación de pasivos en moneda extranjera pero, más que para asegurar la solvencia de los intermediarios, están fijados a fin de evitar la excesi-

va captación de recursos en moneda extranjera, con la consiguiente pérdida de efectividad de la política financiera interna.

Finalmente y para casos opuestos, se dibujaron políticas de apoyo a los intermediarios financieros cuyos pasivos crecen demasiado lentamente.

Hemos llegado anteriormente a una primera conclusión, en el sentido de que es razonable considerar el financiamiento al sector público como fin de política monetaria en México. Esto implica en primer lugar el recurso a una política monetaria expansionaria. Definiremos estrictamente aquí dicha política como equivalente al aumento de la oferta de dinero. En segundo lugar, el financiamiento al sector público implica que se utilicen los instrumentos de política monetaria para satisfacer las necesidades financieras del sector público.

De nuestro análisis de los instrumentos de la política monetaria mexicana, se pueden sacar algunas conclusiones adicionales:

- El manejo de la tasa de interés está orientado hacia el control de la oferta de crédito, o sea que tiende a aumentar la disponibilidad de fondos.
- En un país en donde el mercado financiero no está desarrollado, los intermediarios financieros tienen un papel mucho más relevante. Ocurre que el instrumento

más importante de la política monetaria - sistema de encaje legal - es el que más fácilmente permite controlar esos intermediarios y que simultáneamente permite proporcionar directamente los fondos requeridos por el sector público. La falta de un instrumento de deuda a corto plazo hace recaer el peso del financiamiento del déficit público - o por lo menos parte de este peso - sobre el sector financiero.

- Es significativo finalmente que la "persuasión" cobre cada vez más importancia en México si recordamos que no constituye más que un complemento del sistema de encaje legal.

Teníamos un fin - hasta cierto punto hipotético: el financiamiento del sector público a través de la política monetaria. Comprobamos ahora que la autoridad se ha dado potentes medios para alcanzar este fin.

CAPITULO II LA POLITICA MONETARIA MEXICANA: INTENTO DE RACIONALIZACION.

La hipótesis de una política orientada hacia el financiamiento del sector público es congruente con el estado de desarrollo de México y las funciones del Estado mexicano. Al mismo tiempo, el dibujo particular de instrumentos de la política monetaria apoya dicha hipótesis.

Pero, ¿concuerda esta hipótesis con las demás características de la economía mexicana?

Trataremos en primer lugar de mostrar que las prescripciones de política de la teoría monetaria tradicional tienen poca relación con las circunstancias propias de este país. Este hecho, a nuestro juicio, podría justificar que la política monetaria mexicana tenga funciones ajenas a la estricta regulación de la liquidez de la economía. Desarrollamos pues en una segunda parte un esquema tentativo sobre el modo como se maneja la política monetaria mexicana, sugiriendo simultáneamente las condiciones de éxito de tal política.

PARTE I EL CONFLICTO DE OBJETIVOS

Una política monetaria expansionaria implica normalmente la monetización de la economía y la redistribución del ingreso a favor de lo no-asalariados,¹ compatible con un au-

1 - Véase J.A. de OTEYZA FERNANDEZ, La Política Monetaria de Desarrollo, Tesis Profesional, México, 1966.

mento de su propensión al ahorro. Además se arguye que puede aumentar la capacidad productiva de la economía mediante la activación de los recursos ociosos. Sin embargo, en caso de que la oferta agregada sea inelástica en el corto plazo, debido a la aparición de "cuellos de botella" en la economía, un aumento excesivo de la oferta monetaria puede desembocar en situaciones inflacionarias y desequilibrios externos.

Se plantea pues el problema del papel de una política monetaria expansionaria como estímulo al desarrollo, a partir de los principios que deben regir la creación de moneda. Por un lado, impera el criterio cuantitativista, que asocia a cualquier aumento del circulante un alza subsiguiente en los precios. Pero hay que tomar en cuenta la influencia que la cantidad de dinero ejerce en el cuadro de variables del sistema y en particular el volumen de inversión. En la medida en que la inflación propicia una mayor desigualdad en la distribución del ingreso y que la lucratividad de ciertas inversiones aumenta en condiciones inflacionarias, se puede esperar un mayor volumen de inversión privada.

Sin embargo, cuando la propensión marginal al consumo de los grupos de ingresos elevados es alta, como en México², la transferencia de ingresos vía inflación debe ser importante para que el ahorro aumente de manera significativa. Este

posible aumento de los ahorros puede por otro lado quedar anulado por la erosión del nivel real de las tasas de interés. Tenemos al mismo tiempo que la creciente desigualdad de los ingresos orienta las nuevas inversiones hacia la satisfacción de los consumidores de altos ingresos, a causa de la correspondiente estrechez de muchos mercados, con incidencias negativas sobre la expansión.

La pregunta que finalmente nos hacemos aquí es la de saber hasta qué punto una política monetaria expansionaria constituye un instrumento eficaz para complementar la insuficiencia de los recursos internos - o dicho de otro modo, hasta qué punto dicha política permite estimular la inversión necesaria al desarrollo.

La respuesta que trataremos de dar a esta pregunta - consta de dos partes. La primera se acercará a lo que constituye el fundamento de cualquier política monetaria, o sea el manejo de la oferta monetaria. Tradicionalmente, la cantidad de dinero en una economía es igual a la base monetaria por un multiplicador, fórmula en que el valor de éste refleja el comportamiento de los bancos y del público, en tanto que el tamaño de la base representa los actos de las autoridades monetarias. Veremos a continuación que la cantidad de dinero puede variar no solamente a consecuencia de un cambio en el multiplicador bancario, sino además por una modificación en

el tamaño de la propia base, independientemente de los actos de la autoridad.

Esto limita singularmente el alcance de la política monetaria y es nuestro propósito en la segunda parte de la respuesta averiguar con qué fin se puede manejar la cantidad de dinero, tomando en cuenta sus componentes endógenos.

A - Mecanismo de la utilidad marginal del dinero -

"La eficacia de la política monetaria descansa en su capacidad para alterar el nivel de gasto de la comunidad".³

El mecanismo más conocido por medio del cual la política monetaria influye sobre el volumen de demanda agregada es el correspondiente a la utilidad marginal del dinero. Este mecanismo "indica que las autoridades monetarias, al alterar la cantidad de medios de pago en poder de la comunidad, a la vez modifican la utilidad marginal de un peso mantenido en efectivo respecto a la utilidad marginal de esa unidad monetaria, que equilibraba todo el espectro de bienes y servicios y activos financieros existentes".⁴

Al aumentar el volumen de activos monetarios, baja su utilidad marginal y se establece una nueva distribución entre el dinero, bienes, servicios y otros activos, que a fin de maximizar la función utilidad de la comunidad, vuelve a igualar

3 - S.Ghigliazza y L. Solís, 1963, p. 256.

4 - Ibid.

la utilidad marginal en cada dirección por unidad monetaria. Por un lado, se adquieren más bienes y servicios y queda directamente afectado el nivel del gasto. Además, aumentan las tenencias de activos financieros distintos a los monetarios, de manera que se eleva el precio de los activos financieros, suscitando una baja en las tasas de interés. Suponiendo que el nivel de inversión es elástico a la tasa de interés, dicho nivel se ampliará con los consiguientes efectos sobre el gasto total.

El éxito de las medidas específicas tendientes a modificar el nivel del gasto, según el proceso que acabamos de describir, depende pues de la capacidad del banco central para alterar la cantidad de dinero en circulación y la tasa de interés, y del efecto que éstas puedan tener sobre el gasto nacional. Consideraremos a continuación la posibilidad y capacidad del banco central para modificar la cantidad de medios de pago, puesto que de este primer paso dependen los siguientes y la eficacia de la política monetaria en general.

El medio circulante que se observa en las estadísticas es una magnitud ex-post, resultado de la interacción de la oferta monetaria que trata de fijar el banco central y la demanda monetaria que determina el mercado.

El medio circulante que crea el Banco de México promueve la formación de reservas prestables que, al igual que en cualquier sistema de reserva fraccional, produce un cambio multiplicado en el medio circulante total. En el informe anual del Banco de México, se presentan estadísticas que detallan el balance del mismo y donde aparecen las partidas que forman la base monetaria. Ahora bien, existen dos concepciones diferentes de la base, según se considere como el fundamento ("fuentes") del total de dinero proporcionado a la economía por las autoridades monetarias, o como los "usos" de las "fuentes".

Planteadas como fuentes de dinero para la economía, las partidas que componen la base se encuentran entre los activos del banco central: reservas, tenencias de valores, redescuentos... Planteadas como "usos de las fuentes", la base corresponde a obligaciones del banco central: esencialmente, billetes y monedas, depósitos bancarios y venta de valores en cuenta corriente.

La circunstancia de que la base pueda concebirse a la vez como algo que las autoridades monetarias proporcionan a la economía y como algo mantenido (demandado) por la economía es significativa.

En este enfoque, la importancia de la base surge del hecho de que se trata de un activo que tiene la economía, y su tenencia, así como la de cualquier otro activo, depende de decisiones económicas generales acerca de la distribución de la cartera. Habida cuenta de que la base consta de los depó-

sitos de los bancos en el banco central, más el numerario en poder del público, las decisiones pertinentes sobre la cartera son aquellas que se refieren a las tenencias de numerario, de depósitos bancarios y, por parte de los bancos, de las reservas excedentes.

Cualquier cambio en la base monetaria suscitará ajustes de parte de los tenedores de la base, es decir los bancos y el público.

Estamos aplicando aquí el mecanismo de la utilidad marginal del dinero, aunque ahora solamente nos preocupan las variaciones de la base monetaria, y no aquellas que se producen en el medio circulante total.

Con el objeto de determinar la importancia que debe asignarse a las variaciones en la base monetaria, es necesario tener una idea de la fuerza del vínculo que hay entre el comportamiento de la base y cualesquiera efectos ocasionados en la actividad económica. Si la relación es débil o sumamente imprevisible, el comportamiento de la base solamente tiene una influencia limitada e incierta sobre la economía real.

Algunos analistas de la escuela monetarista sostienen que:

1. Las "fuerzas monetarias"⁵ son un factor principal de las variaciones en la producción, en el nivel de empleo y

5 - Karl Brunner, "The Role of Money and Monetary Policy",

Revista del Banco de la Reserva Federal de San Luis, Julio de 1968.

en los precios.

2. Las fluctuaciones en la cantidad de dinero constituyen la medida más fidedigna de la presión que ejercen las "fuerzas monetarias".
3. Los actos de las autoridades monetarias gobiernan las fluctuaciones en el medio circulante.

En este contexto, la importancia de la base monetaria descansa en dos conclusiones adicionales:

4. Las variaciones de la base monetaria determinan las fluctuaciones de la cantidad de dinero.
5. Los actos del banco central gobiernan las fluctuaciones de la base.

Partiendo de esta sucesión de causas y efectos, el profesor Brunner ha afirmado que "las decisiones del banco central se transmiten a la actividad económica por medio de las variaciones en la base monetaria y (por tanto en) el medio circulante".⁶

La validez del razonamiento depende crucialmente del vigor de todos los eslabones de la cadena. Si se comprueba que toda medida adoptada por el banco central influye sobre la base y que el banco central puede, si así lo decide, tomar

disposiciones que pongan a la base en el nivel deseado, cualquiera que sea, entonces la base monetaria adquiere el carácter de un indicador sumamente confiable.

Pero, analizando las dos definiciones de la base dadas anteriormente - "fuentes " o "usos" - queda de manifiesto que el tamaño de la base puede modificarse como consecuencia de hechos que no son actos del banco central.

Es así como ya no podemos mantener la distinción entre base monetaria y multiplicador, tal como la hemos planteado anteriormente, porque el tamaño de la base no solamente representa los actos de las autoridades monetarias, sino también las decisiones de los bancos y del público.

B - Carácter endógeno del medio circulante.

Leopoldo Solís y Sergio Ghigliazza⁷ formalizan esta doble influencia, llamando "causas controladas" los renglones del balance del Banco sujetos al control directo del mismo, y "causas no controladas" los carentes de él. Esencialmente, consideran "causas no controladas" la reserva monetaria en tanto se mantenga un tipo de cambio fijo, y la cuenta de cheques de la Tesorería de la Federación. Por necesidades de presentación, se incluye el renglón "valores" entre las "causas controladas". Los "valores" muestran la tenencia neta

7 - S. Ghigliazza y L. Solís, op. cit., p. 262.

del Banco que es, fundamentalmente, el resultado de compras hechas al Gobierno, compras a otros emisores y compras y ventas en cuenta corriente a través del depósito legal. Tendremos ocasión posteriormente de analizar con más detalle las reglas que rigen la compra/venta de valores por el Banco de México, pero desde ahora, queremos mencionar nuestra inconformidad respecto a la inclusión de este renglón entre las "causas controladas".

En este momento, limitaremos sin embargo el análisis a las "causas no controladas" propuestas por Solís y Ghigliazza: reserva monetaria y cuenta de cheques de la Tesorería.

Nos interesa ante todo, tomando en caso de la reserva monetaria, mostrar cómo pueden frustrarse las decisiones de la autoridad en cuanto a modificación de la base monetaria, por los componentes endógenos de la misma. Nuestra breve exposición de este mecanismo no es más que una síntesis del razonamiento de Solís y Ghigliazza. Conviene sin embargo subrayar que en este trabajo la base monetaria y el medio circulante total se analizan separadamente, con el objeto de poner en evidencia el carácter endógeno de ambos, mientras que la demostración de Solís y Ghigliazza se atiende esencialmente a los componentes endógenos del medio circulante.

¿Cómo pueden pues las decisiones de los bancos y del

público acerca de la distribución de la cartera influir sobre el tamaño de la base monetaria?

Al considerar una economía abierta como México, se amplía el espectro de bienes, servicios y activos financieros al incluir alternativas en el resto del mundo y aparece un factor limitativo a las decisiones de la autoridad monetaria, consistente en los cambios de la reserva de oro y divisas.

En época de contracción, originada por ejemplo en un desequilibrio de balanza de pagos, el banco central tiende a incrementar los medios de pago a fin de estimular la actividad económica.

Ya hemos visto que el diferencial de tasas entre México y el exterior tiene como objetivo desalentar la salida de fondos internos. Ahora bien, los tenedores de deuda financiera usualmente asocian un desequilibrio de balanza de pagos con un riesgo cambiario (o de devaluación) mayor. Por lo que exigirán, respecto a sus inversiones en moneda nacional, una tasa de interés más alta, que cubra dicho riesgo. Pero, al haber ascendido el tamaño de la base monetaria, tiende a subir la disponibilidad de fondos en el mercado interno y a bajar la tasa de interés. Recordamos además que existen limitaciones legales que fijan topes al nivel de la tasa de interés; tam-

bién son frecuentes políticas de sostén de los precios de los valores de renta fija. Los tenedores de deuda tratarán por lo tanto de protegerse mediante la conversión de activos monetarios en moneda nacional a activos en moneda extranjera.

Si existe simultáneamente la posibilidad del establecimiento de un control de cambios, no harán parte de su conversión dentro del país, sino que procurarán mantener todos esos saldos en el exterior.

El banco central deberá no sólo restaurar el nivel anterior de dinero en circulación sino inclusive aumentarlo para mantener el nivel de ocupación. Esto puede crear un proceso dinámico en el cual la conversión de activos será paulatina. Utilizando el concepto de Tobin⁸, a partir del momento en que la tasa de interés desciende al nivel "crítico" para todos los tenedores, éstos sólo mantendrán activos en moneda nacional para atender necesidades de transacción. Todo intento por parte del banco central de incrementar la cantidad de dinero crea reservas prestables que se convierten inmediatamente a divisas.

Así se ilustra el hecho de que la base monetaria resulta en última instancia de acciones y reacciones diversas, por no decir opuestas. El mecanismo que acabamos de describir,

8 - J. Tobin, "La Preferencia por la Liquidez como Comportamiento Frente al Riesgo", M.G. Mueller, Lecturas de Macroeconomía, 1974.

concretamente la correlación entre las causas controladas por el Banco de México y, por llamarlo así, los activos de particulares mexicanos en bancos de Estados Unidos, muestra una manera en que el público puede escoger ajustarse a las medidas tomadas por las autoridades monetarias. Los saldos en dinero no deseados se convierten en divisas y/o aumentan los movimientos de capital a corto plazo hacia el exterior, con el consiguiente impacto en la base monetaria.

El público puede ajustarse a las medidas tomadas por las autoridades monetarias de muchas maneras - variación del gasto en bienes, de las tenencias de activos financieros, de las obligaciones ... - en las que no nos detendremos, ya que, a nuestro juicio, la conversión a divisas de los saldos en dinero excedentes constituyen un elemento suficiente para los fines del razonamiento. En primer lugar, este elemento nos permite rechazar una conclusión monetarista, o sea la afirmación de que "los actos del banco central gobiernan las fluctuaciones de la base" (punto n°5 en el razonamiento monetarista expuesto anteriormente).

A partir del momento en que la demanda de saldos en dinero por parte del público limita la capacidad del Banco de México para fijar el tamaño de la base monetaria, no se pue-

den aceptar los demás eslabones del razonamiento monetarista, y en particular el que "los actos de las autoridades monetarias gobiernan las fluctuaciones en el medio circulante total" (punto n°3). Para que se justifique esta última afirmación, sería necesario en primer lugar que el banco central controlara la base monetaria: acabamos de ver que esta exigencia no se cumple.

Sería necesario en segundo lugar que el banco central tuviera un conocimiento perfecto y/o un control estrecho sobre el mismo multiplicador.

Según los propios monetaristas, el valor del multiplicador refleja el comportamiento de los bancos y del público. El conocimiento de los cambios del público respecto a la liquidez en ningún caso puede llegar a ser perfecto. Por otro lado, la estructura analítica postulada por los monetaristas implica que el valor del multiplicador refleja el comportamiento del público y de los bancos, y solamente esto. Para utilizar dicha estructura analítica, se pretende pues prescindir de aquellos cambios en el multiplicador que se deban a variaciones en el encaje legal - o sea que se pretende prescindir del instrumento fundamental de control del multiplicador, por lo menos en México -.

Recapitulando, no podemos admitir que "los actos de

las autoridades monetarias gobiernan las fluctuaciones en el medio circulante", como lo sostienen algunos monetaristas, porque, por un lado, los actos del banco central no gobiernan directamente las fluctuaciones de la base monetaria, y por otro lado no existe conocimiento adecuado acerca del valor del multiplicador ex-ante. Finalmente tampoco podemos mantener la distinción entre base monetaria y multiplicador, tal como lo hemos planteado anteriormente, porque el valor del multiplicador no solamente representa las decisiones de los bancos y del público, sino también los actos de las autoridades monetarias.

Todo lo anterior nos lleva a rechazar también otra de las conclusiones monetaristas, o sea que "las fluctuaciones en la cantidad de dinero constituyen la medida más fidedigna de la presión que ejercen las "fuerzas monetarias" (punto n°2). Porque, si bien "las variaciones de la base monetaria determinan las fluctuaciones de la cantidad de dinero" (punto n°4), no es posible comprobar la fuerza ni el sentido del vínculo, ya que tanto los actos de las autoridades monetarias como las decisiones de los bancos y del público intervienen conjuntamente en la determinación del tamaño de la base monetaria y de la cantidad total de dinero.

En México, operan fuerzas amortiguadoras que limitan

el poder de las autoridades monetarias para controlar el medio circulante y establecer las condiciones deseadas en el mercado interno de dinero y capitales. Así, el comportamiento del medio circulante está regido en gran parte por la demanda de dinero en las transacciones, que a su vez está determinada sobre todo por el crecimiento del P.N.B.. Las presiones expansionistas ejercidas por las autoridades monetarias en el mercado interno en un esfuerzo por contrarrestar una recesión interna se manifiestan con bastante rapidez en dificultades de balanza de pagos, mientras que las presiones restrictivas son neutralizadas igualmente por ajustes compensadores de tipo similar. Debido al alto grado de sensibilidad de la economía interna a las influencias externas, es muy probable que surja un conflicto entre la estabilidad interna y el equilibrio externo. Sobre todo cuando hay un debilitamiento en la demanda de exportaciones, una disminución en la tasa de crecimiento de la producción interna y un descenso en las tendencias oficiales de reservas en divisas, se desarrolla un conflicto entre los objetivos de estabilidad interna y equilibrio externo por la vulnerabilidad del peso ante la especulación adversa. Dicha vulnerabilidad viene a agregarse al conjunto de fuentes de conflicto, mencionadas al principio de esta parte. De ella, se desprende la función

desempeñada por el riesgo cambiario en el comportamiento del medio circulante, que depende simultáneamente de ésta y otras variables, muchas de las cuales escapan al control de las autoridades monetarias. Suele por consiguiente ser inadecuado, fuera de límites bastante estrechos, considerar la circulación monetaria como una variable exógena.

Los esfuerzos del banco central para modificar la cantidad de dinero se ven frustrados por el carácter endógeno de la misma. De ahí que se encuentre singularmente restringida la eficiencia de una política monetaria que busque alterar el nivel de gasto mediante cambios en la oferta monetaria.

¿Será válido en esas condiciones arguir que el manejo de la cantidad de dinero no obedece esencialmente en México al deseo de controlar el gasto privado?

PARTE II - POLITICA MONETARIA Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PUBLICO.

De acuerdo con un informe del Fondo Monetario Internacional⁹ sobre la situación económica prevaleciente en México antes de la devaluación de 1976, se podían identificar 4 factores como responsables del deterioro de la balanza de pagos mexicana en aquellas fechas:

1. La recesión en los países industrializados.
2. Problemas internos de oferta.
3. Presiones internas de demanda.

4. La reducción de la competitividad de la economía mexicana.

La recesión económica en los países industrializados, particularmente Estados Unidos, planteaba dos problemas: la disminución del volumen de las exportaciones mexicanas y una caída de los ingresos por concepto de turismo, transacciones fronterizas y transferencias de mexicanos residentes en el exterior. Sin embargo, era de esperarse que iría desapareciendo esta fuente de deterioro de la balanza de pagos con la progresiva recuperación de los países industrializados.

En cuanto a los problemas de oferta interna, condiciones climáticas desfavorables aunadas a unas políticas oficiales de precios poco atractivas estuvieron a la raíz del aumento de las importaciones agrícolas, mientras que aparecían cuellos de botella en la industria. Nuevamente era de esperarse que tales insuficiencias fueran disminuyendo paulatinamente con los cambios introducidos en las políticas de precios y las nuevas inversiones hechas en el sector industrial. Se puede arguir finalmente que la competitividad internacional de México fue restaurada, cuando menos temporalmente, por la misma devaluación.

De hecho, el factor de deterioro de balanza de pagos que más esfuerzos iba a exigir después de la devaluación eran las presiones provenientes de la demanda interna global. Ahora bien,

la demanda en México se maneja mediante la interacción de tres instrumentos esenciales de política:

- 1.- La estructura de las tasas de interés.
- 2.- Las tasas de encaje legal.
- 3.- La política fiscal.

Hemos visto que los dos primeros constituyen los instrumentos fundamentales de la política monetaria en México. En cuanto al primero de estos instrumentos, hemos mencionado que el Banco de México determina el nivel de las tasas internas de interés para estimular la entrada de fondos externos y desalentar la salida de fondos internos.

Por otro lado, las tasas de encaje legal impuestas por el Banco de México sobre la banca privada y mixta constituyen ante todo un mecanismo de transferencia de fondos privados hacia el sector público. En ese sentido, se pueden considerar como el principal instrumento de control de la demanda privada de crédito. Sin embargo y en la práctica, el Banco de México ejerce un control limitado sobre la medida más significativa de los requisitos de encaje legal, o sea la relación entre los activos de los bancos en el Banco de México y sus obligaciones frente al sector privado, porque dicha relación queda esencialmente determinada por las necesidades de fondos internos del sector público, frente al flujo de fondos captado por los bancos.

Parece por lo tanto realista describir la interacción de los dos instrumentos de política monetaria más utilizados en México del modo siguiente: la estructura de tasas de interés tiende a maximizar el flujo de fondos -- privados hacia el sistema financiero interno y el regimen de encaje legal distribuye este flujo entre sector privado y sector público en función de las necesidades financieras del sector público. Por otro lado, el manejo que se hace en México de la base monetaria complementa el juego combinado de las tasas de interés y del encaje legal para financiar el sector público - o sea que por ejemplo cuando el gasto público se aumenta por arriba del nivel previsto,¹⁰ el cambio correspondiente puede ser un aumento en la cantidad de dinero y no una nueva formulación de objetivos para la política económica.

A - Una hipótesis acerca del manejo de la política monetaria.

El razonamiento queda sintetizado en la siguiente proposición: las necesidades de financiamiento interno del sector público influyen decisivamente sobre el manejo de los principales instrumentos de la política monetaria - requisitos de encaje legal, tasas de interés y cambios en la base monetaria. Para que se verifique nuestra proposición, tenemos en primer lugar que plantear un conjunto de hipótesis acerca

10 - En México, los gastos presupuestados resultan muy inferiores a los que posteriormente registra como definitivos la Cuenta de la Hacienda Pública Federal: la diferencia promedio es de 46% entre 1965 y 1970 y 24% entre 1971 y 1976.

del proceso de toma de decisiones.¹¹

La primera hipótesis es que la política monetaria mexicana tiene como objetivos: una alta tasa de crecimiento anual para el producto real, una baja tasa de inflación y el mantenimiento de la estabilidad del tipo de cambio del peso.

La segunda hipótesis es que anualmente, con motivo de las decisiones presupuestales, los responsables de la política económica forman un consenso acerca de cuáles serán los valores de la tasa de crecimiento real y de la tasa de inflación. En la discusión correspondiente, se definen en grandes líneas el nivel y la estructura del gasto público, la política impositiva, el monto del déficit del sector público y las magnitudes de financiamiento público, interno y externo, necesarias para cubrir dicho déficit.

La tercera hipótesis es que, una vez que se han formulado las expectativas sobre tasa de crecimiento real y tasa de inflación, y que se han tomado las decisiones asociadas relativas a nivel de gasto, imposición, deuda pública externa, etc. ..., el banco central ajusta a dicha previsión el volumen de demanda que genere el sector privado - en particular el volumen de inversión.

De hecho, la experiencia parece mostrar que la reali-

11 - Véase C. Bazdresch, 1973.

dad se acerca a nuestras hipótesis - ya que en la práctica del presupuesto monetario, se sigue generalmente un camino que parte de la estimación del producto real y de los precios; se calcula luego el déficit fiscal del Gobierno y la proporción en que se cubre con financiamiento bancario; finalmente, se prevén los saldos de la balanza en cuenta corriente y la utilización neta de créditos externos. Basándose en estos - datos, habida cuenta del grado de liquidez propuesto y de las características del sistema bancario, se determina la variación de los recursos del sistema bancario y su distribución entre los sectores público y privado.

Según este método, el crédito al sector privado es una variable residual.

Quizás sea oportuno subrayar en ese momento que en ningún caso podemos considerar el renglón "valores" del balance del banco central como "causa controlada". Recordamos que los "valores" incluyen las compras hechas al Gobierno, las compras a otros emisores y las compras y ventas en cuenta corriente a través del depósito legal; las "causas controladas" son aquellos renglones sujetos a control directo del banco central. De acuerdo con el argumento que estamos desarrollando aquí, el banco central ejerce precisamente un control muy limitado sobre este renglón.

Hecha esta aclaración, nos queda por ver si nuestro argumento no contradice la realidad mexicana - o, más aún, en qué medida revela este argumento la lógica propia de la política monetaria en México.

Hemos analizado anteriormente algunas características de la economía mexicana, llegando a la conclusión de que el volumen y la estructura del ahorro interno, en relación a la tasa de acumulación de capital requerida por un país en desarrollo, plantean un grave problema de financiamiento. Al mismo tiempo y por motivos diversos, entre los cuales figura la preferencia por la liquidez del público, los intermediarios financieros están llamados a desempeñar un papel importante en la movilización y distribución de los ahorros.

El primer paso de una política monetaria coherente consiste en ese contexto en asegurar que tanto la movilización como la - distribución de los ahorros a través de los intermediarios financieros sea óptima.

Para optimizar la movilización - esto es, para aumentar el - ahorro interno -, las autoridades cuentan con los instrumentos llamados " de promoción del sistema financiero".

Para optimizar la distribución de los recursos financieros, de manera que ésta "obedezca a los objetivos del desarrollo", se

dispone del complejo sistema de encaje legal, complementado por convenios y otros medios de tipo persuasivo. Los recursos captados a título de depósito obligatorio permiten proporcionar fondos al sector público - así como aquellos originados - en convenios especiales - mientras que los recursos de canalización directa se orientan hacia los sectores prioritarios.

De modo que, en México, nos enfrentamos a una fórmula original destinada a solucionar el delicado problema de la brecha entre los ahorros y la inversión planeados. El sistema de encaje legal constituye el elemento fundamental de esta fórmula. En primer lugar porque implica un proceso de transformación de los recursos financieros de corto plazo en fuentes de financiamiento a largo plazo, proceso que compensa los efectos de la preferencia por la liquidez de los ahorradores y de la renuencia a emprender inversiones de alto beneficio social por parte de las empresas. Y en segundo término porque da lugar a una sustancial y decisiva transferencia de fondos hacia el sector público - decisiva en el sentido de que refuerza la capacidad del Estado para "promover y encauzar el desarrollo económico".

El segundo paso de una política monetaria coherente consiste en complementar en una forma u otra el ahorro interno. A ese fin concurren la determinación del nivel de las tasas de inte-

rés internas y el manejo de la base monetaria. Ya hemos dicho que la estructura de tasas internas de interés tiende a maximizar el flujo de fondos externos hacia el sistema financiero mexicano. Es así como se trata de mantener - un diferencial atractivo entre tasas internas y externas. Si las fluctuaciones de las tasas de interés en los mercados externos dictan el sentido y la magnitud de los cambios en las tasas internas, la determinación de las tasas de interés deja de ser un instrumento de control de la demanda.

Además y a nuestro juicio, no es cierto en el caso de México que el banco central fije la tasa de interés al nivel deseado mediante manipulaciones en la cantidad de dinero - como generalmente se supone en teoría -. Creemos que la tasa de interés que reciben los ahorradores resulta de algún consenso logrado en las esferas de decisión - independientemente de la política que se sigue en materia de manejo de la base monetaria -. Esta opinión cobra fuerza si recordamos el carácter - endógeno del medio circulante y de la base monetaria. La forma como el público y los bancos deciden ajustarse a las medidas tomadas por las autoridades monetarias en muchos casos - limita singularmente el alcance de la política monetaria tradicional, en la medida en que un cambio inicial en la base - monetaria no repercute en la tasa de interés ni en el volumen de la demanda privada.

Podría suponerse que la conciencia de los límites de una política monetaria tradicional en un país como México ha llevado las autoridades a imaginar una solución original en cuanto al manejo de la cantidad de dinero. Concretamente, sugerimos que la cantidad de dinero se encuentra desligada de la tasa de interés y constituye, paralelamente a esta última, un instrumento para complementar el ahorro interno y proporcionar fondos al sector público. Así es como integramos en nuestro cuadro una característica sobresaliente de la economía mexicana, o sea la casi constante monetización de una parte más o menos significativa del déficit público.¹²

En este momento quizás estemos en medida de contestar la segunda parte de nuestra pregunta inicial: ¿Cómo puede una política monetaria expansionaria constituir un instrumento eficaz para complementar la insuficiencia de los recursos internos y para estimular la inversión necesaria al desarrollo, cuando se toman en cuenta las componentes endógenas de la cantidad de dinero?

B - Política monetaria y desarrollo económico.

He aquí una respuesta tentativa:

El crecimiento de la base monetaria y del medio circulante puede complementar eficazmente el ahorro interno cuando

12 - Este punto quedará analizado en el tercer capítulo.

se respeta el esquema aproximativo siguiente.

En primer lugar, los recursos adicionales generados por la expansión monetaria deben dirigirse hacia el sector gubernamental - que en este caso es el único capacitado para - emplearlos de acuerdo a las exigencias del desarrollo. Es de esperarse que las presiones inflacionarias generalmente asociadas a una política monetaria de tipo expansionario en un país en desarrollo queden compensadas, por lo menos parcialmente y a mediano o largo plazo, por la actividad del Estado como inversionista - siempre y cuando se manejen adecuadamente las inversiones públicas.

En segundo lugar, debe existir en la economía un sistema de "recuperación" de la liquidez excesiva resultante de la expansión monetaria. Aquí es donde entran en juego los requisitos de encaje legal y los convenios especiales entre el sector público y las instituciones de crédito. El papel fundamental que desempeña el encaje legal en este esquema exige que los requerimientos de encaje sean suficientemente flexibles, para ajustarlos siempre que sea necesario.

En tercer lugar y aunque se considere la expansión monetaria como un medio más para financiar el desarrollo, el crecimiento de la oferta monetaria no debe rebasar ciertos límites. Se puede concebir una política monetaria que desvincule

voluntariamente el manejo de la cantidad de dinero de sus efectos sobre las tasas de interés, pero en ningún caso - debe dicha política ignorar los efectos de la expansión - monetaria sobre las tasas de interés reales. Porque así sólo se llegaría - o incluso se ha llegado - a volver negativas las tasas reales de interés y nulo el ahorro financiero interno. •

Nos queda por comprobar empíricamente la hipótesis desarrollada en este trabajo. Trataremos con ese fin de destacar - alguna relación significativa entre el monto del déficit público y la evolución del sistema de encaje legal y de la oferta monetaria.

CAPITULO III EL FINANCIAMIENTO INTERNO DEL DEFICIT PUBLICO

ANALISIS HISTORICO

El cuadro III-1 presenta las cifras relativas al déficit neto de Sector Público Federal mexicano y su financiamiento, dividido éste entre el de origen externo y el de origen interno.

Nos interesa, dentro del financiamiento interno, analizar el papel que ha tenido el banco central en la cobertura del déficit. Dicho papel se puede apreciar a dos niveles. En primer lugar, el banco central actúa como intermediario en el proceso de transferencia de fondos del sector privado al sector público. En este caso, la intervención del banco central se circunscribe al ahorro captado por los bancos. Las modalidades precisas de dicha intervención dependen de las relaciones institucionales prevalecientes entre el banco central y el sistema bancario. Nuestro análisis de estas relaciones - institucionales se limita esencialmente al sistema de encaje legal, que constituye su manifestación más importante.

En segundo lugar, el banco central provee directamente los fondos requeridos por el sector público, a través del financiamiento primario: surge aquí la cuestión de cómo la oferta monetaria puede ser compatible con el objeto de desarrollo con estabilidad.

CUADRO III-1 Déficit del Sector Público Federal y su Financiamiento: Flujos Económicos - Millones de pesos - Cifras netas, 1965 - 1976.

AÑO	Déficit Neto ¹	Financiamien- to Externo ²	Financiamien- to Interno
1965	9245	10.5	9234.5
1966	8728	1207.7	7520.3
1967	10172	3354.6	6817.4
1968	10214	2838.7	7375.3
1969	15301	5689.5	9611.5
1970	18749	3476.7	15272.3
1971	23310	3219.2	20090.8
1972	32195	4959.	27226
1973	55496	13955.9	41540.1
1974	67819	26797.5	41021.5
1975	124376	43873.7	80502.3
1976	173950	68236.6 ³	105713.2

Fuente: Cuenta de la Hacienda Pública Federal e Informes Anuales del Banco de México.

1.- Déficit bruto menos amortizaciones.

2.- Para 1965-1970, se obtuvo el financiamiento externo neto sumando los renglones "Créditos y otros Conceptos" y "Deuda Gubernamental" de la cuenta de capital de la Balanza de Pagos.

Para 1971-1976, se obtuvo dicha cifra sumando los renglones "Créditos del exterior al Sector Público" y "Deuda Gubernamental".

3.- Promedio ponderado con 2 tipos de cambio.

"Fundamentalmente, el banco central es el nexo entre la acción gubernamental y el desarrollo económico",¹ por lo que el problema del crédito al gobierno es uno de los más difíciles de tratar en cualquier ley de banca central, para un país en desarrollo. Es obvio que en caso de tensión entre la estabilidad monetaria y las necesidades financieras del gobierno, ésta muchas veces es aliviada a expensas de la primera. La posibilidad de que así suceda se encuentra apoyada por un hecho característico de muchos países en desarrollo, o sea la casi identificación, legal y/o práctica, entre gobierno y banco central. En ese contexto, algunos autores² señalan que "lo primero que tienen que hacer los bancos centrales en los países insuficientemente desarrollados, no es regular y controlar un sistema financiero complicado y maduro, sino fomentar el desarrollo a largo plazo de los sectores básicos de la economía", que "la utilidad de la banca central en países en vías de desarrollo debe considerarse primero y principalmente en función de la capacidad para ayudar al proceso de desarrollo económico y de formación de capital" y que "el banco central no debe considerarse sólo como mecanismo potencial de estabilización sino como agencia potencial de desarrollo de un tipo bastante excepcional".³

1 - Luis Bedregal Rodo, "Comentarios al Documento" El Papel de la Banca Central en la Financiación del Gasto Público, CEMLA, vol 18 n°6, Junio de 1972.

2 - Edward Nevin, Fondos de Capital en los Países Subdesarrollados, FCE, México, 1963.

3 - Ibid.

Veamos cuáles han sido las respuestas de México al delicado problema del crédito del banco central al gobierno. Trataremos de este modo de destacar algún tipo de correlación entre el monto del déficit público y el manejo de los dos instrumentos de política monetaria mencionados: encaje legal y oferta monetaria.

PARTE I - LA PRIORIDAD A LA ESTABILIDAD : 1965 - 1970

A - Los principios

"Una política monetaria conducente a lograr o mantener la estabilidad de los precios no sólo contribuye al desenvolvimiento del mecanismo crediticio, sino que también tiene un efecto muy positivo en la asignación eficiente de recursos en toda la economía". Por lo que "en un régimen de libertad de cambios y de mantenimiento de la paridad, el control del crédito y del medio circulante tienen una importancia capital. Cualquier expansión excesiva del volumen de los medios de pagos conduce, de manera casi inmediata, a la disminución de las reservas internacionales del país; pues al aumentar el ingreso y por ende el gasto de la comunidad, las importaciones tienden a subir..."⁴

Estas palabras, del entonces Director General del Banco de México Rodrigo Gómez, definen los lineamientos principales a los que quedó sometida la política monetaria entre 1965 y 1970.

4 - Rodrigo Gómez, "El Banco Central y los Problemas de Financiamiento del Desarrollo", CEMLA, vol. 15 No. 5, Mayo de 1969, p. 207.

O sea que, dada una economía abierta como la de México, especialmente en el campo financiero, la administración Díaz Ordaz consideró que la política monetaria debía ser siempre conducente a inspirar una confianza sostenida en la moneda nacional.

Recurriendo nuevamente a las declaraciones de R.Gómez, "debe esperarse que la acción privativa del banco central en el campo monetario, conduzcan a la formación de una infraestructura financiera que posibilite el suministro de servicios bancarios completos y eficientes en toda la extensión del territorio nacional. También debe esperarse, siendo esto lo más importante, que la política, disposiciones y operaciones del banco central sean factores altamente positivos en la creación y mantenimiento de una confianza tan grande como sea posible en las instituciones de crédito, en los depósitos e instrumentos que éstas reciben y emiten, en la absoluta libertad de cambios y, de manera especial, en la estabilidad de la moneda".⁵

Dentro de un marco que enfatiza el aspecto estabilizador de la política monetaria, la contribución del banco central al desarrollo económico del país se manifiesta en dos direcciones: orientar los recursos financieros de que se dispone y aumentar el volumen de ahorros captados por el sistema finan-

ciero.

La política del banco central en materia de orientación del crédito otorgado por el sistema financiero ha tenido cuatro aspectos principales:

1. Reasignación por plazos de vencimiento: mayor volumen de recursos hacia los préstamos a plazos medio y largo.
2. Canalización por ramas de actividad económica: financiamientos mínimos obligatorios a la industria, a la minería o a las actividades agropecuarias.
3. Traspaso de recursos entre los sectores público y privado: mecanismo del encaje legal, aportaciones del Gobierno Federal a ciertos fideicomisos.
4. Utilización del ahorro por regiones geográficas: incentivos para la localización de la industria en forma racional sobre el territorio nacional. Las autoridades monetarias han proporcionado algunos de estos incentivos al dar una mayor capacidad relativa de otorgamiento de crédito a los bancos del interior que a los de la capital, mediante el establecimiento de porcentajes de reserva obligatoria más bajos para los primeros que para los segundos.⁶

El otro aspecto de la política del banco central en el financiamiento del desarrollo económico es el relativo a la captación de ahorros por el sistema bancario. Entre 1958 y 1969 el

aumento de los pasivos del sistema bancario ha sido más rápido que el crecimiento del producto: la relación entre esos pasivos y el ingreso nacional casi se duplicó al pasar de 25 a 45%.⁷ La participación del Banco de México en este progreso ha tenido lugar en los campos de:

1. La adecuación de los instrumentos para captar recursos a las preferencias del ahorrador: mayor variedad de títulos, ajuste de su rendimiento a las condiciones de mercado. "El ajuste requerido en los últimos años, durante los cuales las tasas de interés han estado en ascenso en los principales mercados de dinero y capitales del mundo, se ha efectuado más a través del aumento en la tasa de interés real que en el rendimiento nominal de los valores. La relativa estabilidad de los precios alcanzada en México en el último decenio, ha determinado un alza sustancial en el tipo de interés real, factor que sin duda ha sido decisivo para lograr el notable crecimiento del sistema financiero".⁸

2. El apoyo del Banco de México a los instrumentos de captación de ahorros: respaldo del banco central a las instituciones del crédito; compras y ventas de valores que el instituto central ha efectuado para reducir las fluctuaciones en el precio de ciertos títulos.

7 - R. Gómez, op. cit., p. 205.

8 - Ibid, p. 206.

3. La movilización de fondos externos: regualción de la contratación de financiamientos en el extranjero por parte de la banca privada y de las entidades oficiales; obtención de créditos externos.

B - Los hechos.

Se siguió una política monetaria consistente en los años 1965 - 1970, dictada esencialmente por la voluntad de mantener la paridad del peso.

En cuanto al encaje legal, sobresale la notable estabilidad de las tasas:⁹ prácticamente no se advierte ningún cambio a lo largo de esos seis años, tanto por lo que se refiere a los diferentes tipos de instituciones (bancos de depósito y ahorro, sociedades financieras y de crédito hipotecario), como a los diferentes tipos de pasivos (en moneda nacional y en moneda extranjera).

Otro rasgo del sistema de encaje legal en éste período lo constituye el hecho de que se apoya principalmente en la aplicación de tasas básicas:

- 1 - en depósito obligatorio (moneda nacional),¹⁰ 15% del pasivo de los bancos de depósito (zona metropolitana e interior) y 10% de la parte de dicho pasivo constituida por depósitos a plazo; 5% del pasivo de los bancos

9 - Consideramos como tasas básicas aquellas tasas cuya fecha de aplicación es (inmediatamente) anterior al período analizado; por lo que algunas de las tasas que damos aquí como básicas corresponden a tasas marginales en los cuadros.

de ahorro; 1% del pasivo de las sociedades financieras, 3% del pasivo de las sociedades de crédito hipotecario.

- en depósito obligatorio (moneda extranjera), 25 % del pasivo de los bancos de depósito (régimen general y frontera norte); 25% del pasivo de las sociedades financieras.

- 2 - de canalización directa (moneda nacional), 60% del pasivo de los bancos de depósito (zona metropolitana), 55% para los bancos del interior y 90% de la parte de dicho pasivo constituida por depósitos a plazos. Aquí se comprueba uno de los aspectos de la política del banco central en materia de orientación del crédito: el establecimiento de porcentajes más bajos para los bancos del interior da una mayor capacidad relativa de otorgamiento de crédito a esos bancos.

70% del pasivo de los bancos de ahorro; 99% del pasivo de las sociedades financieras.

- de canalización directa (moneda extranjera), 75% del pasivo de los bancos de depósito (régimen general y frontera norte); 75% del pasivo de las sociedades financieras.

Las dos únicas excepciones al uso generalizado de tasas se refieren al pasivo en moneda extranjera: aplicación de una

tasa marginal de depósito obligatorio de 10% (en vez de la tasa básica del 25%) sobre los pasivos captados a partir del 19 de noviembre de 1966 y constituidos por depósitos a plazo de los bancos de depósito; aplicación de una tasa marginal de canalización directa de 9% (en vez de la tasa básica de 75%) sobre los pasivos captados a partir del 19 de noviembre de 1966 y constituidos por depósitos a plazo de los bancos de depósito. O sea un traspaso de los recursos (en moneda extranjera) captados por los bancos de depósito del depósito obligatorio a la canalización directa.

Finalmente, podemos subrayar que no aparecen dentro del depósito obligatorio depósitos con intereses.

Podría concluirse que el tipo de política monetaria elegido por la administración Díaz Ordaz implicó el uso moderado de su principal y más sofisticado instrumento.

Esto concuerda con el objetivo de fomentar un ambiente favorable a la inversión privada. La orientación de los recursos mediante el encaje legal - canalización por ramas de actividad y transferencia de recursos del sector privado al sector público - se hizo sobre la base de las tasas ya existentes.

Sin embargo, entre 1965 y 1970, el encaje legal arrojó un promedio anual de 4.753.3 millones de pesos, o sea el 44.2%

del déficit neto del Sector Público Federal.¹¹

Simultáneamente, el financiamiento concedido por el Banco de México (esencialmente recursos primarios) arroja en promedio anual la cifra de 902.8 millones de pesos, 6.2% del déficit neto.

En conclusión, no se puede hablar de una política monetaria restrictiva para ese período. Para convencerse de ello basta recordar que, entre 1965 y 1970, la tasa de crecimiento promedio anual de la oferta monetaria (M1)¹² es de 10.7%¹³ frente a una tasa de crecimiento del producto real de 6.5%.¹⁴ El hecho relevante lo constituye la evolución de la demanda de dinero (en su definición amplia).

Como consecuencia de una política monetaria tendiente a fomentar la confianza de los ahorradores - tasas reales de interés más que positivas,¹⁵ apoyo gubernamental a los precios de las obligaciones financieras -, la demanda real de activos monetarios, cuasimonetarios y financieros, medida a través de los pasivos del sistema bancario, fue creciendo en forma sostenida.

11 - Quadro III-2.

12 - Para el monto de circulante, se utiliza la definición restringida de dinero (M1), "la que incluye únicamente moneda y cuentas de cheques", por constituir ésta el mejor indicador del efecto de las decisiones de política sobre el producto nominal. Véase G. Escobedo, 1973, p.1007 y 1014.

13 - Quadro III-3.

14 - G. Ortiz, 1978. p. 4.

15 - E.V.M. Fitzgerald, "Stabilisation ... ", p. 13.

CUADRO III-2

Financiamiento interno del déficit público: flujos financieros. Millones de Pesos - Cifras Netas
1965 - 1976.

AÑO	Financiamiento interno neto	Fin. total concedido por el intermediario del B. de M. ¹	Encaje Legal ²	Fin. concedido por el B. de M.	OTROS
1965	9234.5	8255.7	3099.9	5165.8	957.8
1966	7520.3	5188.9	5872.6	-683.7	2331.4
1967	6817.4	3123.7	8892.5	-5768.8	3593.7
1968	7375.3	4698.2	3830.7	887.5	2677.1
1969	9611.5	7741.7	2583	5158.7	1869.8
1970	15272.3	4917.4	4241.2	676.2	10354.9
1971	20090.6	4319.5	9543.5	-5224	15771.3
1972	27226	15208	9218.8	5989.2	12018
1973	41540.1	20014.6	6811.5	13203.1	21525.5
1974	41021.5	32888.9	19244.7	13644.2	8132.6
1975	80502.3	43687.9	35567.9	8120	36814.4
1976	105713.2	67154.6	24961.5	42193.1	36558.6

Fuente: Cuadro III-1 a Informes Anuales del Banco de México.

1. Para 1965-1971, el financiamiento total concedido por el intermediario del Banco de México corresponde a la inversión en valores gubernamentales del conjunto de las instituciones del sistema bancario. Para 1972-1976, dicho financiamiento corresponde a la inversión en valores gubernamentales (tenencia bruta) del Banco de México.

2. El encaje legal es el resultado de sumar la "Reserva Bancaria" de las instituciones privadas y nacionales (excluyendo al Banco de México) en el Banco de México y la inversión en valores gubernamentales de las instituciones privadas y nacionales para 1965-1971. Para 1972-1976, se sumaron la misma "Reserva Bancaria" y las ventas netas en cuenta corriente a bancos por parte del Banco de México.

De modo que:

- el aumento de la oferta monetaria quedó compensado, al menos parcialmente, por el aumento de la demanda, evitando.

CUADRO III-3 Variación del medio circulante¹.

Millones de Pesos (a diciembre de cada año).

AÑO	medio circulante	variación porcentual %
1965	29519	(5.8) ²
1966	32751	10.9
1967	35397	8.
1968	39991	13.
1969	44340	10.9
1970	49013	10.5
1971	53060	8.3
1972	64328	21.2
1973	79875	24.2
1974	97474	22.
1975	118267	21.
1976	154800	30.9

Fuente: Informes Anuales del Banco de México.

1. Billetes y moneda metálica en poder del público más cuentas de cheques en moneda nacional (M.).

2. Medio circulante total a diciembre de 1974: 27640 millones de pesos.

presiones inflacionarias excesivas.

- Se pudo financiar adicionalmente buena parte del déficit público a partir de los recursos del encaje legal, sobre la base del crecimiento de los pasivos captados por el sistema bancario, sin recurrir a cambios en las tasas.

PARTE II - LA PRIORIDAD AL DESARROLLO : 1971 - 1976

A - Los principios.

" El Banco de México, como banco central, es, por estructura funcional y por ley, la institución responsable de manejar las reservas monetarias del país, de regular la circulación monetaria y los cambios sobre el exterior y de propiciar que el crédito y la liquidez del sistema satisfagan los requerimientos de la política económica adoptada. Es también entidad consejera del gobierno en materia de finanzas públicas.

En los países en desarrollo, como México, el banco central tiene además una responsabilidad especial : la de crear y promover más altos niveles de ahorro público y privado y mayores inversiones productivas prioritarias".¹⁶

Queda pues inscrito directamente entre las funciones del banco central el estímulo al proceso productivo nacional - especialmente a través de la reducción de los cuellos de botella en los energéticos, en la industria básica y en las actividades agropecuarias -. De hecho, no es más que una manifestación de la política económica general que corres-

ponde a la estrategia de desarrollo económico y social de la administración Echeverría.

La estrategia es de "desarrollo compartido", y ante el nuevo orden económico y social delineado en 1970, " la política monetaria y crediticia se basó en la necesidad - urgente de generar mayores recursos financieros y de canalizarlos hacia los fines públicos y privados de mayor prioridad".¹⁷ Para ello, el Banco de México creó nuevos instrumentos de captación de recursos y ahorros (por ejemplo, creación de los certificados de depósito bancario a plazo) y mejoró los existentes; siguió una política de manejo de las tasas internas de interés en defensa de los ahorros nacionales; fortaleció el mecanismo del encaje legal para proteger la economía de las presiones inflacionarias y, a la vez, encauzar masivos recursos bancarios a financiar el gasto público en las actividades prioritarias de inversión; fortaleció los mecanismos de control selectivo del crédito a través de convenios especiales y de una operación más vigorosa de los fideicomisos financieros de fomento.

En términos generales, puede decirse que las medidas y reformas sobresalientes de la administración Echeverría

17 - Ibid.

en el orden monetario y financiero, reflejan una notable consolidación del sector público y de su participación en la economía, ya sea por intervención directa, ya sea por control sobre la actividad privada.

A prueba de ello, están los adelantos en la institucionalización e instrumentación de los fideicomisos financieros de fomento :FIRA (Fondo de Garantía y Fomento para la Agricultura, Ganadería y Avicultura), FOGAIN (Fondo de Garantía y Fomento a la Industria Mediana y Pequeña), FONATUR (Fondo Nacional de Fomento al Turismo), FOMEX (Fondo para el Fomento de las Exportaciones de Productos Manufacturados),¹⁸ entre otros.

También ha sido objeto de reformas la banca oficial, a fin de apoyar el nuevo enfoque de financiamiento del desarrollo. O sea que el sector de las instituciones nacionales de crédito ha quedado reforzado girando alrededor de tres grandes instituciones encargadas del desarrollo rural (Banco Nacional de Crédito Rural), urbano (grupo BANOBRAS) y de la industrialización y promoción de actividades básicas en el país (Nueva Ley Orgánica de Nacional Financiera, S.A. que faculta dicha institución como banca múltiple).

18 - Véase las reformas relativas a estos fondos en Miguel de la Madrid H., "La Remodelación del Sistema Financiero", Comercio Exterior, vol. 26 No. 8, Agosto 1976 (Suplemento).

Finalmente, se introdujo un nuevo tipo de estructura patrimonial y de gestión de la banca en México: la banca mixta, institución de crédito en la que el sector oficial y el privado participan en el capital y en la administración; que se rige en su funcionamiento por la Ley General de Instituciones de Crédito; que compite con el sistema bancario privado en igualdad de condiciones, pero que representa modalidades interesantes en lo que se refiere a canalización de recursos hacia actividades prioritarias para el desarrollo económico. Esta figura de la banca mixta se ha aplicado al grupo SOMEX - Banco Mexicano, al Grupo Bancario Internacional, al Grupo del Banco de Zamora.

Las orientaciones características de la política económica en los años 1971 - 1976 sin embargo no pueden atribuirse solamente a la definición de una nueva estrategia, sino que dicha política - y en especial la financiera - debe interpretarse en el contexto internacional, singularizado por violentas crisis económicas y financieras: "recesión" en Estados Unidos en 1970; sobretasa de 10% a las importaciones estadounidenses, no convertibilidad del dólar en oro, reajuste de las paridades y adopción posterior y generalizada de tipos de cambio flotantes, a mediados de 1971; embargo del petróleo y elevación de los precios del crudo en 1973. En este medio, la política económica interna mexicana, además de promover el desarrollo económico nacional, tenía como objetivo defender los

sectores más vulnerables de los efectos de las presiones externas. De ahí que no se haya perdido de vista que la apertura de la economía mexicana siempre obliga a seguir una política monetaria que imprima confianza en la moneda y el sistema bancario. Pero la firmeza del peso constituye ahora una meta instrumental, en el sentido de que "no se puede hablar de una independencia económica y financiera si no existe una moneda que inspire confianza y un sistema bancario que capte y retenga el ahorro nacional y permita a la economía disponer de recursos propios y a la autoridad monetaria manejarlos y canalizarlos hacia las actividades de alta prioridad económica y social."¹⁹ Por lo que se entiende que, en última instancia, el desarrollo tendrá prioridad sobre la estabilidad.

Y lo mismo dan a entender las cifras.

B - Los hechos.

Por lo que se refiere al encaje legal y a la oferta monetaria, el año 1972 sin duda constituye un punto de inflexión radical con respecto a las tendencias de política monetaria registradas hasta esta fecha,²⁰ hecho que concuerda con la evolución de la política de gasto público.

En Diciembre de 1970, la nueva administración diseña

19 - E. Fernandez Hurtado, op. cit, p. 13.

20 - Cuadros I-1 a I-6, III-2 y III-3.

un conjunto de mecanismos destinados a reducir una contratación de empréstitos por parte del sector público juzgada excesiva : entre ellos se encuentra la disminución del gasto público.

Así se explica que en 1971:

- quedan incambiadas las tasas de encaje legal, salvo algunas excepciones (disminuye la tasa de inversión libre de 97% a 55% para los pasivos en moneda nacional de las sociedades de crédito hipotecario, a la vez que aumenta de 0 a 42% la tasa de canalización directa para dichos pasivos);
- se registra una disminución de 5224 millones de pesos en el financiamiento otorgado al sector gubernamental por el Banco de México (recursos primarios);
- disminuye la tasa de crecimiento de la oferta monetaria (M1): el medio circulante sólo aumenta 8.3% entre 1970 y 1971, frente a 10.5% entre 1969 y 1970.

Pero la disminución del gasto público desemboca en la "atonía" del principio del sexenio, reflejada en la tasa de crecimiento del producto real, 3.4%.²¹ La reacción de las autoridades ante la recesión económica es un vigoroso aumento del gasto público, que repercute en las fuentes de financiamiento del mismo.

21 - G. Ortiz. op. cit., p.13.

Sobreviene en 1972 un cambio generalizado en las -
tasas de encaje legal, en agudo contraste con la estabi-
lidad de años anteriores:

1 - en depósito obligatorio (moneda nacional), au-
mento de 15% a 49% (zona metropolitana), de 15% a
25% (interior), de 10% a 40% (depósitos a plazo) -
para el pasivo de los bancos de depósito; aumento
de 10% a 20% para el pasivo de los bancos de ahorro.

- en depósito obligatorio (moneda extranjera),
aumento de 25% a 80% (regimen general), de 25% a 60%
(frontera norte), de 25% a 100% (depósitos a plazo)
para el pasivo de los bancos de depósito; aumento de
25% a 100% para el pasivo de las sociedades financie-
ras.

2 - de canalización directa (moneda nacional), dismi-
nución de 60% a 28% (zona metropolitana), de 55% a 47%
(interior), de 90% a 40% (depósitos a plazo) para el
pasivo de los bancos de depósito ; disminución de 70%
a 68% para el pasivo de los bancos de ahorro; aumento
de 42% a 100% para el pasivo de las sociedades de cré-
dito hipotecario.

- de canalización directa (moneda extranjera), disminu-
ción de 75% a 20% (regimen general), de 75% a 40% (fron-
tera norte), de 75% a 0 (depósitos a plazo) para el pa-
sivo de los bancos de depósito; disminución de 75% a 0

para el pasivo de las sociedades financieras.

O sea que aumentan las tasas básicas de depósito obligatorio, a la vez que disminuyen las tasas de canalización directa, pero esos movimientos no se compensan, por lo que la tendencia es hacia un peso creciente de los requerimientos de encaje sobre los recursos del sistema bancario. A prueba de ello están las tasas generalmente menores de inversión libre:

- en moneda nacional, disminución de 25% a 23% (zona metropolitana), de 30% a 28% (interior) para el pasivo de los bancos de depósito; disminución de 55% a 0 para el pasivo de las sociedades de crédito hipotecario.
- en moneda extranjera, disminución de 75% a 0 (frontera norte, depósitos a plazo) para el pasivo de los bancos de depósito.

Quedan incambiadas las tasas de inversión libre sobre el pasivo en moneda nacional de los bancos de ahorro, el pasivo en moneda extranjera de los bancos de depósito (régimen general) y de las sociedades financieras.

Aumentan las tasas de inversión libre sobre el pasivo en moneda nacional de los bancos de depósito (depósitos a plazo) y el pasivo en moneda extranjera de los bancos de ahorro.

Es de subrayar la simultaneidad del aumento del déficit público y de la creciente importancia relativa del depósito obligatorio en el sistema de encaje legal. Los recursos capta-

dos a título de depósito obligatorio se pueden destinar directamente a necesidades del Gobierno Federal: quizás pueda entonces aceptarse la correlación entre tasas de depósito obligatorio y déficit público como un argumento válido para apoyar nuestra hipótesis, esto es, el manejo del principal instrumento de política monetaria a fines de financiamiento del déficit público.

Ahora bien, el cambio en las tasas de depósito obligatorio no es solamente un fenómeno cuantitativo, sino - también "cualitativo", por llamarlo así, ya que a partir de 1972, se introduce una distinción entre depósitos con o sin interés. Así se explica el comentario de E.V.K. Fitzgerald acerca de "la extraordinaria capacidad del sistema bancario mexicano para absorber valores gubernamentales a tasas de - interés más bien bajas."²²

Finalmente, nos queda por mencionar la generalización de las tasas marginales en el sistema de encaje legal.

Hemos visto anteriormente que, excepción hecha de dos casos no muy significativos, el sistema de encaje legal ha descansado hasta 1971 en la aplicación de tasas básicas.

A partir de 1974, el uso de las tasas marginales se extiende, en tanto que las tasas básicas permanecen relativamen-

22 - E.V.K. Fitzgerald, "Patterns of public sector income and expenditure", p. 24.

te estables. Este cambio, hacia el manejo de las tasas marginales como principal instrumento de política monetaria, es relevante para nuestros fines: trataremos de mostrarlo diferenciando dos orientaciones fundamentales.

En primer lugar, las tasas marginales de depósito obligatorio para pasivos en moneda nacional son más altas, a veces - considerablemente, que las tasas básicas. Los diferenciales se indican a continuación:

	TASA MARGINAL	>	TASA BASICA (%)
Depósito (zona metropolitana)	72(a partir de 1974)		49(en 1974); 44(en 1975-76)
Depósito (interior)	48(a partir de 1974)		25(hasta 1974); 22.5(en 1975-76)
Depósito (depósitos a plazos)	100(a partir de 1974)		40
Ahorro	30(a partir de 1973)		10(en 1973-74); 18(en 75); 22 en 76
Financieras	50(a partir de 1974)		39

La tendencia sólo se altera para las sociedades de crédito hipotecario: en 1972 y 1973, la tasa marginal es la única aplicada sobre el pasivo en moneda nacional (15% y 30% respectivamente, en depósito con interés), pero a partir de 1974, desaparece la tasa marginal a favor de una tasa básica de 34%. Esta excepción sin embargo no contradice nuestra conclusión: el resultado de la aplicación de las tasas básicas y marginales observadas es una tasa de encaje promedio implícita más baja que la "marginal", pero con tendencia creciente, ya que, al aumentar los nuevos pasivos, pesa más el encaje marginal.

En segundo lugar, las tasas marginales de canalización directa para pasivos en moneda nacional son menores que las tasas básicas.

	TASA MARGINAL	<	TASA BASICA (%)
Depósito (zona metropolitana)	3(a partir de 1974)		28(hasta 1974); 26(en 1975-76)
Depósito (interior)	27(a partir de 1974)		47(hasta 1974); 46.5(en 1975-76)
Depósito (depósitos a plazo)	0		40
Ahorro	35(a partir de 1973)		47(hasta 1975); 43(en 1976)
Sociedades Financieras	25(a partir de 1974)		36(a partir de 1974).

Nuevamente, las sociedades de crédito hipotecario constituyen una excepción: a unas tasas marginales inferiores a las tasas básicas en 1972 y 1973, sucede a partir de 1974 una tasa básica única. Pero tampoco aquí se altera la conclusión, ya que esta tasa básica (66%) es menor que las tasas marginales anteriores (85% y 70%).

El resultado de la aplicación de las tasas básicas y marginales observadas es una tasa de encaje promedio implícita más alta que la "marginal", pero con tendencia decreciente.

Tasa de encaje promedio implícita creciente para los recursos en depósito obligatorio y tasa de encaje promedio decreciente para los recursos de canalización directa: dos tendencias que confirman nuestra hipótesis acerca del manejo del encaje legal a fines de financiamiento del déficit público.

Tampoco aquí se compensan las dos tendencias, o sea que en la mayoría de los casos, disminuyen las tasas de inversión libre

(tasa promedio implícita):

	TASA MARGINAL	TASA BASICA (%)
Depósito (zona metropolitana)	20(a partir de 74)	<25 (en 1975-76)
Depósito (interior)	19(a partir de 74)	<22(en 1974); 25(en 1975-76)
Depósito (depósitos a plazo)	0(a partir de 74)	<20
Ahorro	35(a partir de 73)	<43(en 1973-74) =35(en 1975-76)
Financieras	25(a partir de 74)	=25(a partir de 74)

Finalmente, no nos detendremos en el manejo de las tasas marginales sobre pasivos en moneda extranjera porque los cambios registrados no arrojan a nuestro juicio una tendencia clara.

Pero del análisis de las tasas marginales sobre pasivos en moneda nacional, surgen las siguientes conclusiones:

- La forma como se ha utilizado el encaje legal en los años 1971 - 1976 implicó una presión creciente sobre el sistema bancario mexicano: vimos que la tendencia decreciente de las tasas de canalización directa no compensa la tendencia creciente de mayor magnitud de las tasas de depósito obligatorio.
- Las dos tendencias contrarias anteriores sugieren por otro lado que se fue privilegiando una de las funciones del encaje legal - el traspaso de recursos del sector - privado al sector público - en detrimento de otra - la orientación selectiva del crédito por ramas de actividad económica -.

Estructura sofisticada de las tasas de encaje, mayor presión sobre la capacidad de financiamiento de los bancos privados, sesgo hacia la obtención de recursos destinados al Gobierno Federal: estos son los rasgos básicos del sistema de encaje legal durante la administración Echeverría.

Entre 1971 y 1976, el encaje legal arrojó un promedio anual de 17601.2 millones de pesos (4753.3 entre 1965 y 1970): sin embargo este monto sólo llega a cubrir el 25.7% (en promedio) del déficit neto del sector público, mientras que en el período anterior, esta fuente de financiamiento correspondió al 44.2% de dicho déficit.

Estos resultados tienen un significado bastante claro. La aceleración del gasto público se traduce en déficit que, como proporción del producto interno bruto, fluctúan entre 6.3% y 15% de 1971 a 1976.

Para llenar esta brecha, se recurre en primer lugar al crédito externo, hasta el límite máximo de la capacidad de endeudamiento.

Se recurre en segundo lugar al crédito interno, hasta presionar al máximo la capacidad del sistema bancario para captar recursos.

Desaparece así la posibilidad de sustituir deuda interna por deuda externa, ya que esta última ha alcanzado su límite

máximo, y el encaje legal pierde simultáneamente su carácter de instrumento de control monetario - esto es, el banco central pierde su capacidad para regular la liquidez de la economía -.

Este análisis muestra además que ni siquiera como instrumento de financiamiento del déficit público, se ha podido manejar el encaje legal satisfactoriamente, por lo que una buena parte del déficit fue directamente monetizada: 13771.2 millones de pesos en promedio anual corresponden al financiamiento concedido por el Banco de México al Gobierno Federal (16629.9 millones de pesos si no se toma en cuenta el año 1971), o sea el 11.8% del déficit neto (o 18.6% sin considerar 1971).

La tasa de crecimiento de la oferta monetaria, desde - 8.3% en 1971, aumenta a 21.2% en 1972 y se mantiene alrededor de esa cifra hasta 1976.

Nuevamente, el hecho relevante lo constituye la evolución de la demanda de dinero. Como consecuencia de una política monetaria tendiente a desalentar los ahorradores, por lo menos indirectamente (las presiones inflacionarias vuelven negativas las tasas reales de interés), la demanda de activos monetarios, cuasimonetarios y financieros nacionales se encuentra frenada.

De modo que, a pesar de los cambios sustanciales sobre-

venidos en el sistema de encaje legal, no se pudo financiar con recursos internos no inflacionarios la proporción requerida del déficit público. El proceso de des-intermediación redujo la única fuente de financiamiento interno no inflacionario.

PARTE III - Algunas consideraciones acerca del papel del banco central en el financiamiento del déficit público.

Ante las presiones que sobre el aparato productivo ejerce el crecimiento de la población, hay que meditar sobre la necesidad de buscar fórmulas de ahorro interno que permitan mantener el ritmo de crecimiento de la economía, sin sacrificar la independencia nacional. "Es nuestra obligación esforzarnos para encontrar mecanismos que permitan directa o indirectamente la elevación del coeficiente de ahorro de nuestro país."²³ En el marco del endeudamiento público interno y a partir del sesgo hacia el financiamiento del déficit público por la banca central que hemos imprimido a este análisis, la cuestión que se nos plantea es la de comprobar si es dable formar capital por modo monetario - sin perjuicio de recurrir al procedimiento tradicional de formar ahorro igualmente por abstención de consumo.

Las formas de ahorro son insuficientes en México; lo mismo sucede con la inversión. Los llamados ahorros son más

bien reservas de caja y sólo temporalmente se transforman en verdaderas inversiones. La tendencia a la liquidez del ahorro exige la recompra, de modo que ciertas clases de inversión resultan una cuenta corriente de valores con interés.

La falta de ahorro es asunto que depende, entre otras cosas, de la falta de ingresos y, también de la tendencia al gasto indiscriminado.

Así como el banco central maneja la política monetaria y esto resulta suficiente en países dentro de los cuales la inversión privada es un "dato conocido", en México la inversión privada resulta un doble misterio: por su cuantía y por la dirección que puede tomar ante circunstancias determinadas. De ahí que nos interese discutir la teoría monetaria a la altura de una posible conversión del dinero-crédito emitido por el banco central, en dinero-ahorro y formación de capital. En otras palabras, ¿Puede el ahorro ser asunto monetario?

Esta pregunta se relaciona con aquella que hicimos en el segundo capítulo: ¿Cómo puede una política monetaria expansionaria constituir un instrumento eficaz para complementar la insuficiencia de los recursos internos y para estimular la inversión necesaria al desarrollo, cuando se tienen en cuenta los componentes endógenos de la cantidad de dinero?

Hemos visto que el carácter endógeno de la cantidad de dinero justifica que se maneje la política monetaria - independientemente de las prescripciones de la teoría tradicional. En particular, la oferta monetaria puede manipularse de modo que complemente el ahorro interno. Lo complementará eficazmente si se respetan las siguientes condiciones:

- Los recursos generados por la expansión monetaria deben dirigirse hacia el sector gubernamental de manera que las presiones inflacionarias queden compensadas por la actividad del Estado como inversionista.
- Debe existir un sistema de recuperación de la liquidez excesiva (encaje legal y convenios).
- El crecimiento de la oferta monetaria debe hasta cierto punto determinarse en función del efecto de la expansión monetaria sobre las tasas de interés reales.

Contestando la pregunta que planteamos ahora: ¿Puede el ahorro ser asunto monetario?, pretendemos expresar teóricamente las condiciones anteriores.

Con ese fin, supondremos dos clases de dinero: el dinero que consume y el dinero que invierte y/o reinvierte. Lo primero lo definimos como equivalente a un bien o servicio

que se extingue mientras el dinero permanece en (o se retira de) la circulación. El dinero-consumo, cuando es dinero-crédito emitido por el banco central, debe ser retirado de la circulación si no se alimenta con bienes o servicios continuos de los cuales no es más que un "medio de cambio".

Por el contrario, el dinero-inversión no sólo conserva su valor sino que lo multiplica en una proporción dada, siempre que haya adquirido un activo de carácter reproductivo neto. Por lo que toca a la unidad-consumo, su existencia en la circulación depende de lo que llamaremos unidad-inversión reproductiva, por lo que, sin incremento en la formación de inversiones - o capitales - la unidad-consumo pierde su valor y debe perder su existencia. No siempre es fácil esta eliminación y surgen en ese punto las fluctuaciones monetarias de orden inflacionario, porque "no se debe generar demanda efectiva adicional para utilizar una capacidad productiva inexistente".²⁴

El dinero ahorra por sí mismo cuando una sola unidad - reproduce muchos bienes: el dinero es creador implícito de de ahorro. Lo cual quiere decir que un sistema monetario, bajo ciertas condiciones y limitaciones, puede crear dinero-crédito y ahorrarlo - a condición de que la unidad inversión original y sus rendimientos sean capitalizados sin solución de continuidad. Lo único que se hace preciso es que el dinero-crédito, lanzado a la circulación con fines de inversión ini-

24 - José Lopez Portillo, "Mexico: Política Financiera y Situación Económica", XLI Convención Nacional Bancaria, Sesión Inaugural, en Comercio Exterior, vol. 25 n°4, Abril de 1975, p. 381.

cial, no reste (consume) sino que multiplique. Surge una limitación al procedimiento si tenemos en cuenta que la unidad-inversión será reproductiva siempre que el activo reproductor se encuentre en plena producción. Pero los tiempos de conversión del dinero-crédito a dinero-inversión y capital en plena producción no siempre son simultáneos en este caso de la demanda adicional de recursos a partir del banco central.

Ahora bien, ¿se podrá acelerar el proceso de multiplicación real por encima del alza de los precios que damos por conocida? Nuestra problemática consistirá en buscar medios por los cuales el dinero-inversión es acelerado por el lado de la reinversión pura, esto es, consistirá en instrumentar la reinversión de manera que no retroceda a la liquidez.

En términos de nuestras condiciones iniciales, el medio más seguro de que el dinero-crédito emitido por el banco central sea capitalizado es dirigirlo hacia el sector gubernamental. Se manifestarán presiones inflacionarias hasta el momento en que el dinero-crédito se haya convertido en unidad-inversión en plena producción.

En el intervalo, las presiones inflacionarias se pueden corregir mediante un mecanismo de recuperación de liquidez, que

contenga la demanda evitando que parte del dinero-inversión retroceda a la liquidez. El sistema de encaje legal permite eliminar unidades-consumo hasta que se incremente la capacidad productiva. Cuando el producto tienda a alcanzar los precios, podrá relegarse a un segundo plano el efecto de la expansión monetaria sobre las tasas reales de interés. De acuerdo con este análisis, el ahorro puede ser asunto monetario siempre y cuando:

- el gobierno invierta el dinero-crédito otorgado por el banco central.
- sea relativamente elevada la productividad económica de la inversión pública. Porque, si se alarga indefinidamente el tiempo de conversión del dinero-crédito a unidad-inversión, el dinero-crédito lanzado inicialmente a la circulación "consumirá" varias veces, provocando efectos inflacionarios que, aunque transitorios, bien podrían considerarse inaceptables.

- CONCLUSIONES -

Hemos tratado en el presente trabajo de desarrollar una hipótesis - a saber, que las necesidades de financiamiento del sector público dictan el manejo de los instrumentos de política monetaria - y de apoyarla empíricamente.

De acuerdo con esta hipótesis, el crédito al sector privado es una variable residual mientras que el volumen - del déficit público constituye la variable clave en el manejo de la demanda. Por lo que, considerando un país en desarrollo como México, posiblemente se llegue a descuidar - la función de las variables monetarias en el sistema económico. ¿Permite esto calificar de keynesiana a la política-económica mexicana entre 1965 y 1976?

El enfoque keynesiano atribuye al gasto gubernamental la función de variable exógena más importante de la política económica, en el sentido de que constituye una variable-independiente que produce efectos considerables sobre la actividad económica. La tasa de interés representa la otra variable susceptible de control: de ahí que surjan desequilibrios en los mercados financieros, donde aparecen situaciones de racionamiento de crédito o de exceso de oferta. La inversión pública se determina en forma exógena, mientras - que la inversión privada depende de los fondos disponibles en el sistema bancario después de financiado el gasto público.

Las cuatro variables endógenas más importantes del sistema son: la inversión privada, las importaciones, los impuestos y el crédito. Se determinan fundamentalmente a partir del comportamiento del PIB que a su vez depende del gasto gubernamental.

201

La verificación de este modelo fiscal requiere distinguir los dos subperíodos considerados en nuestro trabajo: 1965 - 1970 y 1971 - 1976.

El desarrollo estabilizador

En materia de deuda interna, hemos destacado en el capítulo III las siguientes características: prioridad a la estabilidad; el sistema de encaje legal no sufre cambios notables; el crecimiento de la oferta monetaria es compatible con el de la demanda.

El análisis de este subperíodo permite aceptar nuestra hipótesis: el financiamiento del sector público determina el manejo de los instrumentos de política monetaria. ¿En qué sentido?

A nuestro juicio, dos elementos aclaran el proceso: el volumen del déficit público y el comportamiento de la demanda de dinero.

- La cobertura de un déficit público "razonable" no requiere presionar excesivamente las fuentes internas de financiamiento. De ahí que los recursos de encaje hayan provenido del desarrollo de la intermediación financiera más que de un manejo activo de las tasas. Y de ahí que el crecimiento de la oferta monetaria no haya rebasado la capacidad de la economía para "absorber" nuevo dinero.
- La capacidad de la economía para absorber nuevo dinero constituye la demanda de dinero. Su aumento sostenido en este subperíodo permite el incremento regular de la oferta monetaria sin provocar demasiada inflación. ¿Por qué aumenta la demanda de dinero?

Por el crecimiento real de la economía, por un lado, y por el fomento de un ambiente que estimula la confianza de los ahorradores.

El crecimiento real de la economía descansa en forma sustancial sobre la actividad privada. Esto no contradice el que el crédito al sector privado sea "residual", en el sentido de que se alimenta del ahorro disponible después de satisfacer las necesidades del sector público.

Solamente que en este caso, el "residuo" resulta tanto mayor cuanto que más "modestas" son las necesidades del sector público.

La confianza de los ahorradores no deriva tanto de un control rígido de la oferta monetaria por parte de la autoridad - ya hemos visto con Solís y Ghigliazza que en todo caso, la base monetaria y el medio circulante total pueden cambiar independientemente de los actos de la autoridad monetaria, sea por movimientos de capital a corto plazo, sea por cambios en la demanda de activos financieros - sino que más bien deriva del comportamiento conservador de la política fiscal. Esto es, el financiamiento de un déficit público "razonable" se realiza sobre la base de acuerdos informales entre el sistema bancario y la autoridad monetaria y no exige sustanciales reformas fiscales. El control monetario y crediticio se ejerce moralmente y en forma recíproca.¹

El déficit público constituye la variable clave en el manejo de la demanda en la medida en que determina el uso de los instrumentos de la política monetaria: encaje legal y oferta monetaria. Un volumen limitado de déficit implica que el encaje legal no absorbe una proporción excesiva de los recursos captados por el sistema bancario - por lo que el rema-

1 - E.V.K.Fitzgerald, "Stabilisation Policy in Mexico: The Fiscal Deficit and Macroeconomic Equilibrium, 1960 - 1977", p. 15.

nente disponible para el sector privado es sustancial - y que la oferta monetaria crece dentro de ciertos límites.

En síntesis, la política monetaria del desarrollo estabilizador se puede someramente definir como "ortodoxa" - por dos razones: está esencialmente orientada hacia el control de la demanda interna (volumen del déficit público) y deja en manos de la iniciativa privada el desarrollo de la economía, proceso en el que el gasto gubernamental juega un papel complementario.

El desarrollo compartido

La política monetaria se caracteriza por la prioridad dada al desarrollo; las tasas de encaje legal cambian cuantitativa y "cualitativamente"; la oferta monetaria aumenta regular y considerablemente.

Nuevamente, se comprueba en este subperíodo que el financiamiento del sector público determina el manejo de los instrumentos de política monetaria, aunque de un modo diferente, y quizás más obvio, que en el anterior.

- La cobertura de un déficit público "excesivo" implica presionar al máximo la capacidad del sistema bancario para captar recursos. De ahí que los recursos de encaje hayan provenido de un manejo activo de las tasas - imprescindible además si se toma en cuenta el proceso de des-intermediación financiera.

Y de ahí que el crecimiento de la oferta monetaria haya rebasado la capacidad de la economía para absorber nuevo dinero.

- Una forma de medir el exceso de oferta de dinero - sobre el demandado por la economía consiste en observar la velocidad de circulación. Por primera vez en más de 15 años, este indicador se reduce drásticamente en 1972.²

En este caso, los dos factores que determinan la demanda de dinero actúan conjuntamente para desalentarla. La tasa de crecimiento real de la economía disminuye por un lado y se desarrolla un ambiente desfavorable a la confianza de los ahorradores, por el otro.

El impulso que se otorga a la actividad económica durante 1972 descansa fundamentalmente en una marcada aceleración del gasto público. Las autoridades ponen a funcionar de este modo el expediente keynesiano de aumentar el gasto público para que vía el multiplicador, aliente el gasto privado y la demanda agregada. La respuesta que se obtiene en el gasto privado no es generalizada, ya que la inversión de los particulares no responde como se espera y en cambio sí aumenta el consumo, verificando que "los déficits con frecuencia estimulan muy directamente el consumo y no siempre la inversión."³

2 - Véase G. Escobedo, 1974, p. 599.

3 - Víctor L. Urquidí, "El Papel de la Política Fiscal y Monetaria en el Desarrollo Económico", El Trimestre Económico, vol. XVIII n°4, p.650.

El uso de medios primarios de pago en forma sustancial para financiar el déficit provoca una aceleración mayor en la demanda agregada que en la producción, en un momento en que - ya se empiezan a manifestar cuellos de botella derivados del insuficiente crecimiento de la inversión desde 1971.

Nuevamente, el déficit público constituye la variable - clave en el manejo de la demanda, del mismo modo que en el - subperíodo anterior, porque determina el uso de los instrumentos de política monetaria. Un volumen considerable de déficit implica que el encaje legal absorbe una proporción significativa de los recursos captados por el sistema bancario, reduciéndose simultáneamente el remanente disponible para el sector - privado, y que la oferta monetaria crece notablemente.

De modo que la política monetaria del desarrollo compartido se puede someramente definir como "estructuralista" : - está esencialmente orientada hacia el impulso de la oferta (volumen del déficit público), proceso en el que el gasto gubernamental desempeña el papel de variable exógena más importante.

Es así como una política monetaria basada en el mismo - principio - el uso de los instrumentos monetarios a fines de financiamiento del déficit público - puede calificarse sucesivamente de "ortodoxa" o "estructuralista". La diferencia estriba en el comportamiento de dos variables: el volumen del déficit y la demanda de dinero.

El hecho de que el déficit público constituye la variable clave en el manejo de la demanda quiere decir que, tomando en cuenta la libertad de movimiento de los capitales, un tipo de cambio fijo y la inflexibilidad de la estructura fiscal, esta variable es la única sobre la que las autoridades pueden ejercer un control efectivo. Pero no implica que de hecho se utilice el volumen del déficit público para manejar la demanda: hemos visto que esto depende del uso de los instrumentos monetarios determinado por el mencionado volumen de déficit.

Un déficit limitado permite combinar el financiamiento del sector público y el control de la demanda interna, mientras que un déficit excesivo elimina la posibilidad de controlar la demanda, sin llegar siempre a cumplir con el financiamiento del déficit.

Nos encontramos aquí con dos tipos de intervención estatal, cada uno de los cuales constituye una respuesta específica a un parámetro dentro de la economía mexicana, esto es, la dependencia de la actividad privada respecto a las expectativas.

La primera respuesta tiende a orientar favorablemente las expectativas, de modo que el crecimiento descansa sobre la iniciativa privada.

La segunda respuesta equivale a la sustitución de la iniciativa privada por la intervención pública.

El debate no solamente es relevante por la necesidad de entender el pasado reciente, sino también porque la elección de una estrategia para el futuro todavía se encuentra entre la continuación del desarrollo compartido, el retorno al desarrollo estabilizador o una combinación de ambos.

El agotamiento del modelo de desarrollo estabilizador - problemas estructurales de oferta, endeudamiento externo - procede precisamente del pilar sobre que se ha apoyado dicho modelo, o sea el predominio de la empresa privada.

Por otro lado, el modelo de desarrollo compartido quizás encuentre sus limitaciones en la magnitud de la intervención estatal en la economía.

La definición del sistema económico deseado debe considerar que la influencia del monto circulante sobre el gasto total es considerable y rápida.⁴ Además, los cambios en el medio circulante son los más importantes para explicar la inflación, junto con la diferencia de la producción potencial respecto a la producción total. Siguiendo a G. Escobedo, los cambios en la cantidad de dinero, en el déficit gubernamental y en el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos afectan en diverso grado y con diferentes retrasos el gasto total (PIB). Los coeficientes de ambos déficit muestran reducida

4 - G. Escobedo, 1975.

significación estadística mientras que la del circulante monetario es aceptable. Durante el desarrollo compartido, se le ha dado al gasto público el papel de variable independiente y determinante en un sistema que quizás resulte mucho más sensible a las variaciones del medio circulante. Así podría explicarse que el gasto público no haya tenido los efectos esperados, mientras que el recurso indiscriminado a la expansión monetaria tuvo efectos inesperados. Ahora bien, la importancia del medio circulante hasta cierto punto se explica por la influencia de las expectativas en el curso de los acontecimientos económicos.

La menor dependencia relativa del sistema respecto a las expectativas - o en todo caso, la seguridad de que dichas expectativas se orienten a favor del desarrollo - sería un factor que bien podría desplazar el medio circulante como variable principal. Precisamente existen dos elementos que permiten proyectar una dependencia decreciente respecto a las expectativas : estos son los recursos petroleros del país y - sobre todo - la emergencia de un verdadero mercado de capitales.

B I B L I O G R A F I A

- John H. Adler, "El Gasto Público y el Desarrollo Económico y Social", Comercio Exterior, vol. 24 n°11, Noviembre de 1974.
- Carlos Bazdresch, "La Política Monetaria Mexicana: Una Primera Aproximación", Demografía y Economía, vol 7 n°3, 1973.
- Mario Ramón Beteta, "El Sistema Bancario Mexicano y el Banco Central", CEMLA, vol. 9 n°6 Junio de 1963.
- Lora S. Collins, "La Base Monetaria : en Qué consiste y Qué Significado Pretende Dársele", CEMLA, vol. 15, n°5, Mayo de 1969.
- El Sayed Nassef, Monetary Policy in Developing Counties: The Mexican Case, Rotterdam University Press, 1972.
- Gilberto Escobedo, "Los Indicadores para Medir el Resultado de la Política Monetaria en México" Comercio Exterior, vol. 23 n°10, Octubre de 1973.

- Gilberto Escobedo, "Origen y Perspectivas de la Inflación Mexicana", Comercio Exterior, vol.24 n°6, Junio de 1974.
- Gilberto Escobedo, "Formulación de un Modelo para la Economía Mexicana", CEMLA, vol. 21 n°2-3, Febrero y Marzo de 1975.
- Ernesto Fernández Hurtado, "El Banco de México y el Desarrollo Económico y Social", Comercio Exterior, vol. 26 n°8, Agosto de 1976, (Suplemento).
- E.V.K. Fitzgerald, "Patterns of Public Sector Income and Expenditure in Mexico", Cambridge University, Marzo de 1978, (Working paper).
- E.V.K. Fitzgerald, "Stabilisation Policy in Mexico: the Fiscal Deficit and Macroeconomic Equilibrium (1960-1977)", Cambridge University, 1978, (Working paper).
- Milton Friedman, "La Función de la Política Monetaria", CEMLA, vol. 15 n°4, Abril de 1969.
- Lyle E. Gramley, "Guías para la Política Monetaria: el Argumento en Contra de las Normas Simples", CEMLA vol. 15 n°11, Noviembre de 1969.

- Alfonso Inostroza, "El Papel de la Banca Central en la Movilización de los Excedentes Económicos y en las Transformaciones Estructurales", CLEMLA, vol. 17 n°6, Junio de 1971.
- Alain Ize y Ricardo Murra, "Un Modelo Teórico de la Economía Mexicana", Documento de Trabajo, El Colegio de México, Enero de 1978.
- Alain Ize, "El Financiamiento del Gasto Público en una Economía en Crecimiento: El Caso de México", Banco de México, Subdirección de Investigación Económica y Bancaria, Noviembre de 1978.
- Alfredo Lagunilla Iñarritu, "Una Fórmula Dinero-Inversión Administrada por el Banco Central", Comercio Exterior, Vol. 18 n°7, Julio de 1968.
- Luis M. Orcí Gándara, "La Programación Financiera en la Política Monetaria", 50 años de Banca Central: Ensayos Conmemorativos, FCL, 1976.
- Guillermo Ortiz y Leopoldo Solís, "Financial Structure and Exchange Rate Experience", Working Paper, Banco de México, Enero de 1978.
- Gustavo Petricioli Iturbide, "Política e Instrumentos de Orientación Selectiva del Crédito", 50 años de Banca Central: Ensayos Conmemorativos, FCL, 1976.

- Comité Radcliffe, "Los Objetivos de la Política Monetaria", Capítulo II del Informe del Comité Radcliffe, CENLA, vol. 5 n°10, Octubre de 1959 (suplemento).
 - Luis Sánchez Lugo, "Instrumentos de Política Monetaria y Crediticia", 50 Años de Banca Central : Ensayos Conmemorativos, FCE, 1976.
 - Leopoldo Solís y Sergio Ghigliazza, "Estabilidad Económica y Política Monetaria", El Trimestre Económico, Vol. 30 , n°118, Abril/Junio de 1963.
 - Varios, "Programación Financiera Anual: el Caso de México", Comercio Exterior, vol 24 n°11, Noviembre de 1974.
 - Claudio A. Volio, " El Papel del Banco Central en la Financiación del Gasto Público", CEMLA, vol. 18 n°16, Junio de 1972.
-