

881211
2
25-

UNIVERSIDAD ANAHUAC

ESCUELA DE ECONOMIA
CON ESTUDIOS INCORPORADOS A LA
UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO



**LA MONETIZACION DEL DEFICIT
PUBLICO EN MEXICO
1968 - 1988**

T E S I S
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:
LICENCIADO EN ECONOMIA
P R E S E N T A N :
MARTHA EUGENIA DE LA VEGA MENDEZ
RAUL FERNANDEZ DIAQUE

Asesor: Dr. Sergio Martfn Moreno

MEXICO, D. F.

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

1993



UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis está protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

INDICE

INTRODUCCION	1
CAPITULO I MARCO TEORICO	1
I.A El Financiamiento del Déficit Público	2
I.A.1 Deuda Pública Externa	3
I.A.2 Financiamiento del Sistema Bancario	5
I.A.3 Emisión de Deuda Pública	9
I.A.4 Financiamiento del Banco Central	11
CAPITULO II POLITICA ECONOMICA Y RESULTADOS: 1970 - 1990	16
II.A Antecedentes	16
II.A.1 El Desarrollo Estabilizador: 1957 - 1970	16
II.B El Desarrollo Compartido: 1971 - 1976	20
II.C La Administración de la Abundancia: 1976 - 1982	25
II.D El Sexenio de la Crisis: 1982 - 1988	32
II.D.1 1983	32
II.D.2 1984	35
II.D.3 1985	37
II.D.4 1986	40
II.D.5 1987	43
II.D.6 1988	45
II.D.7 1989	50
II.D.8 1990	53
CAPITULO III UNA ESTIMACION DE LA MONETIZACION DEL DEFICIT EN MEXICO PARA EL PERIODO 1968 - 1988	57
III.A Evidencia Empírica sobre la Monetización	58
III.B El Modelo de Aspe y Jarque	60
III.B.1 Función de Oferta Monetaria	60
III.C Estimación Anual para el Caso de México de la Monetización en el periodo 1968 - 1988	63
III.C.1 Especificaciones de Variables y sus Datos	64
III.D Resultados Económicos	65
Pruebas Estadísticas	66
Resultados por Subperiodos	67
CAPITULO IV CONCLUSIONES	69
APENDICE 1 BASE MONETARIA Y MULTIPLICADOR	73
APENDICE 2 CUADROS ESTADISTICOS	79
BIBLIOGRAFIA	88

INTRODUCCION

La economía mexicana se encuentra en una fase de recuperación luego de enfrentar una crisis financiera que se inició a principios de la década de los ochenta. Ciertamente que dicho evento no ocurrió en forma aislada ni exclusiva en nuestro país.

La crisis de los años ochenta se reflejó en la mayoría de las naciones de América Latina, por lo que algunos organismos internacionales nombraron a esos años "La Década Perdida" para la región.

Sin embargo, nuestro país, a diferencia de la mayoría de sus homólogos locales, ha logrado superar los problemas de esos años y los principales indicadores económicos demuestran que se ha restablecido la confianza nacional e internacional.

Si bien no todo está solucionado, en la balanza los avances pesan más que los problemas sin resolver. En muchas áreas del país se han ido consolidando cambios estructurales que hacen más eficiente la operación y las relaciones económicas. En los últimos años se pusieron de manifiesto cuellos de botella y la forma de solucionarlos.

Se reconoció que el saneamiento de las finanzas públicas era necesario y prioritario para avanzar en los cambios deseados y se puso de manifiesto una férrea disciplina fiscal aunada a una consistencia sin precedentes en los objetivos.

Ello no hubiera sido posible sin conocer a fondo las relaciones existentes entre cada uno de los instrumentos de política económica: ¿La política monetaria está sujeta a la política fiscal? ¿Sucede a la inversa? ¿Se complementan?

Nuestra hipótesis de trabajo es que para el periodo que transcurre entre 1968 y 1988, ante el escaso desarrollo que existía en el mercado de capitales, el limitado acceso a créditos externos -salvo un periodo de 1978 a 1982- y las consecuencias que sobre otras variables económicas ejerció utilizar en exceso los recursos bancarios, un déficit público elevado tuvo que financiarse por el crédito del Banco Central. En este sentido, la política monetaria no contó con el margen de acción necesario para definir sus propios objetivos de política económica toda vez que en última instancia, siempre quedó sujeta al desarrollo de la política fiscal. En otras palabras, monetizar el déficit público restringe los grados de acción de la política monetaria frente a la política fiscal.

El objetivo de esta tesis es conocer, con el uso de técnicas econométricas sencillas, la relación entre la política monetaria y la fiscal. Se utilizó la técnica de regresión múltiple para un periodo que abarcó 1968 a 1988, y se jugó

con subperiodos de análisis. Su importancia radica en que pone de manifiesto los cambios ocurridos en los últimos años en nuestra economía. El saneamiento de las finanzas públicas y la forma de financiamiento del déficit público en la actualidad modificaron la relación entre ambas políticas en nuestro país en los últimos años.

En primer lugar, en el Capítulo I, abordaremos los aspectos teóricos del financiamiento del déficit público haciendo referencia al modelo IS - LM, básico para estudiar las relaciones entre la política fiscal y monetaria y sus implicaciones para la economía. Una explicación más amplia se presenta en el Apéndice i sobre la Base Monetaria y el multiplicador.

El capítulo II hace referencia a la política económica y los resultados obtenidos entre 1970 y 1990. Se hace mención a la política económica anterior, es decir, al Desarrollo Estabilizador a manera de antecedentes y se estudian los dos sexenios posteriores. Por su importancia para demostrar nuestra hipótesis decidimos hacer hincapié en cada uno de los años posteriores. Así, de 1983 a 1990 se efectuó un estudio anual.

Los resultados econométricos se muestran en el tercer capítulo. La estimación de la monetización del déficit en nuestro país se complementó con evidencia empírica sobre la monetización en otros países y se comenta un estudio realizado para nuestro país por Pedro Aspe y Carlos Jarque. Los cuadros estadísticos se anexan en el Apéndice 2.

Finalmente, las conclusiones se muestran en el Capítulo V. Nuestra tesis es un estudio teórico complementado con estimaciones econométricas. Las conclusiones son válidas para nuestra economía y para el periodo analizado exclusivamente.

CAPITULO I MARCO TEORICO

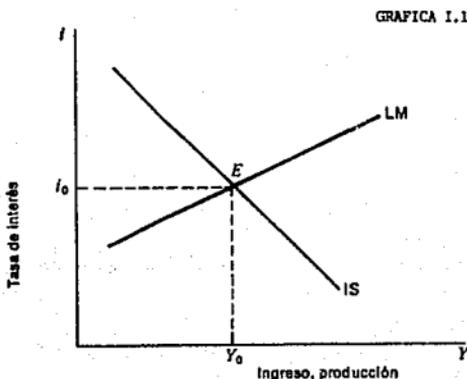
Estudiar los mecanismos a través de los cuales la política fiscal y la monetaria inciden sobre la economía requiere conocer el modelo IS-LM, al que nos referiremos aquí al analizar cada una de las posibilidades de financiamiento del déficit público.

Lo más importante es recordar brevemente las definiciones básicas de dicho modelo, clave para introducir la cantidad de dinero y las tasas de interés en el modelo de determinación del ingreso.

La curva IS es la función de unas combinaciones de tasas de interés y niveles de ingreso tales que, con ellas, el mercado de bienes alcanza el equilibrio. Esta curva tiene pendiente negativa, porque al aumentar la tasa de interés se reduce el gasto de inversión planeada y por lo tanto, también se reduce la demanda agregada. Esta, a su vez, reduce el nivel de ingreso de equilibrio.

La curva LM es la función de las combinaciones de tasas de interés y nivel de ingreso para las que se verifica el equilibrio del mercado monetario. Cuando el mercado monetario está en equilibrio, también lo está el mercado de bonos. La curva LM, por lo tanto, es también la función de aquellas combinaciones de nivel de ingreso y tasa de interés para las cuales el mercado de bonos está en equilibrio.

La curva LM tiene pendiente positiva. Para una oferta monetaria fija, un incremento del nivel de ingreso que hiciera subir la demanda de dinero, irá acompañado de un incremento en la tasa de interés. Este reduce la demanda de dinero y por consiguiente, la mantiene al mismo nivel que la oferta monetaria. La curva LM puede desplazarse a causa de variaciones en la oferta monetaria. La siguiente gráfica muestra ambas curvas.



El equilibrio general con base en este modelo se alcanza cuando el nivel de ingreso y la tasa de interés son tales que ambos mercados están en equilibrio; como mencionamos anteriormente, si el mercado monetario está equilibrado, los demás mercados de activos también están en equilibrio.

La política monetaria afecta a la economía en primer instancia, perturbando el equilibrio de los mercados de activos y haciendo variar la tasa de interés y después, a través de los efectos de ésta sobre la demanda agregada. La política fiscal incide sobre el nivel de ingreso, pero el efecto multiplicador de las variaciones fiscales sobre el ingreso se amortigua por los efectos del crecimiento del ingreso sobre la tasa de interés y a través de éste, sobre la demanda agregada.

En el modelo IS - LM existen dos situaciones extremas. Por una parte, la trampa de la liquidez, en la que los incrementos de la oferta monetaria no afectan ni a la tasa de interés ni al nivel de ingreso; sólo la política fiscal hace cambiar el nivel de ingreso. Además, al permanecer invariable la tasa, ante la acción de la política fiscal no se produce reducción inducida del gasto de inversión ni efecto alguno de amortiguación sobre la producción, al haber permanecido invariable la inversión.

En el caso clásico, en el que la demanda de dinero no depende de la tasa de interés, el nivel de ingreso no puede variar, a menos que se produzcan cambios en la demanda de dinero. Los cambios de política fiscal afectan únicamente a las tasas de interés y a la tasa de inversión, mientras que el gasto total permanece invariable.

Una vez recordados los anteriores conceptos, veamos los mecanismos de financiamiento del déficit público.

I.A EL FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT PUBLICO

En la teoría económica tradicional se postula que el principal instrumento de política fiscal con que cuenta el gobierno es el déficit. Esto es así porque la política fiscal se define como la política del gobierno en relación con los niveles de gasto público y con la estructura de los impuestos, independientemente de la forma que asuman los primeros (subsidios o transferencias).

El déficit público es el resultado de restar a los ingresos del gobierno los gastos del mismo. La forma de financiar esta diferencia tiene grandes y graves consecuencias sobre el desarrollo de la actividad económica, en la que incide a través de su efecto sobre la demanda agregada e incluso sobre la oferta agregada por medio de las políticas denominadas "regulación de la oferta".

El objetivo de este capítulo es presentar los distintos mecanismos de financiamiento del déficit público exponiendo las principales ventajas y desventajas de cada uno de ellos: deuda pública externa, financiamiento del sistema bancario, emisión de deuda pública y financiamiento del banco central.

I.A.1 DEUDA PUBLICA EXTERNA

Recurrir a fuentes externas de financiamiento puede incrementar en el corto plazo el potencial de desarrollo, toda vez que el ahorro externo puede complementar el ahorro interno y mantener así una tasa de crecimiento elevada. Sin embargo, esto no siempre ocurre así. La experiencia reciente de endeudamiento externo latinoamericano demostró que en algunas ocasiones la insuficiencia del ahorro nacional no se resuelve temporalmente con préstamos externos.

Por el contrario, algunos estudios empíricos han demostrado la existencia de una correlación negativa entre el flujo de capitales que reciben los países en desarrollo y la generación de ahorro interno ^{1/}. La razón principal en que descansa dicha conclusión, independientemente del periodo analizado, es que los flujos de la deuda externa disminuyen la urgencia de generar ahorro interno, particularmente por parte del sector público.

Adicionalmente, como en los países en desarrollo el monto de ahorro interno depende -entre otras variables- de las oportunidades de inversión, y los flujos de capitales procedentes del exterior se utilizan generalmente para financiar los proyectos más rentables, decrece el monto de ahorro interno disponible para financiar proyectos menos atractivos o rentables ^{2/}.

En una economía con tipo de cambio fijo, el desequilibrio entre la inversión y el ahorro interno es el reflejo de los desequilibrios en el mercado de bienes y servicios, que se traduce en un déficit de la balanza de cuenta corriente y, consecuentemente, en un desequilibrio del mercado de divisas que a su vez, se cubre con entradas de fondos externos en la cuenta de capital de la balanza de pagos a fin de detener la disminución de las reservas internacionales.

Frente a las necesidades de inversión y la insuficiencia del ahorro interno, la demanda de financiamiento del sector público se convierte en uno de los factores determinantes de la liquidez interna, a través de su impacto sobre los componentes de la base monetaria (Ver Apéndice A). Esto se

1/Bernard, Wasow. "Dependent Growth in a Capital Importing Economy", Oxford Economic Papers. Vol. 30, No. 1, Marzo 1978, pp. 30-45.

2/I.S., Friedman. "The Emerging Role of Private Banks in the Developing World", Citycorp, New York, 1977.

debe a que la ausencia de un mercado monetario o de capitales suficientemente desarrollado limita, en esos países, el esquema de financiamiento público, lo que conlleva a una supeditación de la política monetaria a la fiscal mediante el financiamiento del déficit del sector público.

Utilizar el endeudamiento externo influye directamente en el grado de liquidez existente en una economía, por lo cual el que éste sea inflacionario o no dependerá de cómo se afecte la base monetaria: si las divisas que ingresan al país se "monetizan" ^{3/} en su totalidad, los efectos sobre la base, y por ende sobre la oferta monetaria serían los mismos que si se utilizara el crédito interno del banco central, observándose únicamente un cambio en la composición de la base por el lado de sus fuentes.

La esterilización de divisas, es decir, evitar crear un exceso de liquidez en la economía que presione a la alza el nivel de precios y provoque una salida de capitales, puede efectuarse de diferentes formas. Por un lado puede darse a través de un mayor volumen de importaciones, lo que fomenta una cantidad mayor de bienes y servicios en la economía que absorbe el incremento en la cantidad de dinero en circulación. La desventaja de este método, si bien se evitan presiones inflacionarias, es que puede llegar a traducirse en un deterioro en la cuenta corriente.

Por otro lado, la esterilización puede efectuarse a través de incrementar el encaje legal, toda vez que una menor disponibilidad de crédito al sector privado reduce la liquidez del sistema. Sin embargo, este método sólo puede utilizarse cuando el encaje legal no se sitúe en el cien por ciento.

Como podemos observar, lo anterior, aún y cuando existen otras posibilidades de esterilización (incrementar las reservas internacionales del Banco Central o el servicio de la deuda externa), poco afecta, por no decir que nada, al desarrollo económico del país. El resultado final sobre el beneficio de la deuda pública externa sobre el nivel de desarrollo dependerá de la forma en que se utilicen los recursos provenientes del exterior. Es decir, la tasa de crecimiento que alcance un país después de recibir deuda externa dependerá de las medidas de política económica interna que se formulen y del destino de los recursos externos. ¿Se canalizarán a inversiones productivas? ¿Servirán para resolver problemas de flujo o de liquidez temporal? ¿Modificarán la relación entre ahorro interno e inversión?

3/Por "monetizar" se entiende crear dinero (de alto poder) para financiar la compra de deuda.

La deuda pública externa se convirtió en una fuente de financiamiento muy importante a partir de los años setenta para la mayoría de los países latinoamericanos. Ante el exceso de liquidez en los mercados internacionales de crédito después del aumento de los precios del petróleo en los años 1973-1974 y 1979-1980, países como el nuestro con las favorables expectativas que le brindaban sus nuevos descubrimientos petroleros, se convirtieron en el foco de atención crediticia de la banca internacional que buscaba colocar sus recursos excedentes.

La disponibilidad de fondos provenientes del exterior permitió a algunas economías en desarrollo financiar el déficit público interno así como el existente en cuenta corriente y crecer, sin necesidad de recurrir a otras medidas consideradas más inflacionarias (emisión de circulante), o contrarias a los intereses del sector privado (contracción crediticia y elevación de tasas de interés).

I.A.2 FINANCIAMIENTO DEL SISTEMA BANCARIO

La utilización de los recursos financieros del sistema bancario por parte del sector público se hizo generalmente a través de los requerimientos de encaje legal que exigía el banco central a los bancos comerciales sobre sus depósitos, o bien a través de cajones directos de crédito, como el de vivienda por ejemplo. Sin embargo, en 1989 desapareció el instrumento de encaje legal y en su lugar apareció el porcentaje de liquidez obligatorio.

En un principio la política de encaje legal se adoptó no sólo para asegurar la solvencia de los bancos, sino también para que el banco central contrarrestara con mayor efectividad las presiones inflacionarias a través de la regulación del grado de liquidez en el sistema bancario, toda vez que cualquier cambio en sus reservas a consecuencia de ajustes en el encaje legal afecta la capacidad crediticia de la banca. Al mismo tiempo, este instrumento permitió asignar recursos hacia sectores prioritarios que no tenían fácil acceso al mercado financiero mediante una orientación selectiva del crédito (cajones de crédito).

De esa forma, durante décadas las reservas mínimas obligatorias en el Banco Central cumplieron un papel muy importante como fuente de financiamiento al gobierno, situación no exclusiva de nuestro país.

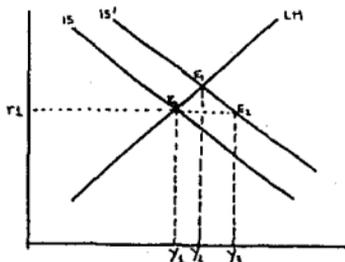
Es importante señalar que cuando los requerimientos de encaje legal eran muy elevados, se presentaba un desplazamiento de la inversión privada doméstica a consecuencia de la disminución de la disponibilidad de crédito por parte de la banca comercial. La magnitud de ese desplazamiento dependía, en gran medida, del grado de desarrollo del mercado de capitales. Es decir, en economías en las cuales el principal

proveedor de fondos al sector privado es el sistema bancario, y las empresas en general no tienen acceso al crédito externo, la disminución de la oferta de fondos prestables desplaza fuertemente a la inversión privada en un efecto conocido como "crowding out".

Los efectos que sobre la inversión privada tiene la utilización de los recursos bancarios para financiar déficit públicos elevados, tanto por el racionamiento del crédito como por los incrementos sobre las tasas de interés contrarrestan, en mayor o menor medida, el estímulo neto que la economía podría recibir del gasto público.

En términos muy simples, es decir, partiendo de una economía cerrada y bajo un esquema como el comentado al principio de este capítulo, es decir IS-LM, un mayor gasto público y una oferta monetaria constante desplazan la curva IS a IS', como se observa en la gráfica II.1

GRÁFICA II.1



El multiplicador fiscal movería a la economía horizontalmente a partir de la posición original de equilibrio en E0 al punto E2, donde el ingreso es más elevado. Sin embargo, en E2 el mercado de dinero no está en equilibrio. El ingreso es más alto que en E0, elevando la demanda de dinero para transacciones, pero la oferta monetaria permanece constante, de manera que hay un exceso de demanda de dinero. Para reducir la demanda de dinero al nivel de la oferta fija, debe elevarse la tasa de interés. Pero un incremento en la tasa de interés ocasiona que el punto E2 sea insostenible, toda vez que se reducen el consumo y los gastos de inversión. Solamente en el punto E0 están en equilibrio tanto el mercado de bienes y servicios como el de dinero, y con ello, el sector externo.

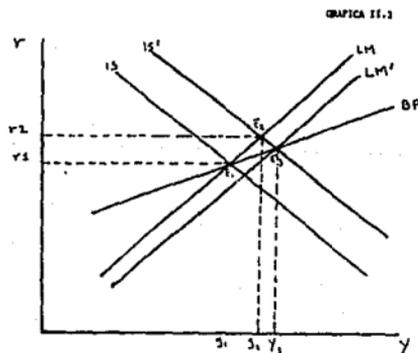
Los resultados son por un lado, un aumento en la tasa de interés de r_1 a r_2 y un aumento del ingreso de Y_1 a Y_2 . La razón de este menor aumento del ingreso responde al hecho de que a pesar de que el gasto del gobierno aumenta, la demanda agregada no lo hace en la misma magnitud. La explicación se encuentra en que por un lado, el desplazamiento de recursos

para financiar el mayor gasto público provoca una reducción en la inversión privada, y por el otro, a que la existencia de una mayor tasa de interés representa un mayor costo de oportunidad para el consumo y tiende a disminuirlo.

Por ello, en situaciones donde prevalecen altos déficit presupuestales, resulta muy difícil aumentar el encaje legal para financiar el excesivo gasto público sin afectar la inversión privada.

Los efectos de una política fiscal expansiva sobre el ingreso real pueden ser mayores o menores que en el ejemplo descrito anteriormente, dependiendo de los valores supuestos para el multiplicador, del grado de respuesta a la tasa de interés de la demanda de dinero y del gasto autónomo privado.

En el caso de una economía abierta con tipo de cambio fijo, donde existe el supuesto de perfecta movilidad de capital, la expansión fiscal presiona a la alza las tasas de interés. Esta alza produce inmediatamente una entrada de capital y la necesidad de que el Banco Central impida la apreciación de la moneda; el Banco Central comprará divisas y creará dinero interno hasta que la oferta monetaria iguale a la demanda de dinero resultando en un mayor nivel de ingreso y tasas de interés constantes o no tan elevadas. Con tipo de cambio fijo y movilidad de capital el stock monetario es endógeno. En la gráfica II.2 se observa como la curva IS se desplaza a IS' por la expansión fiscal, elevando la tasa de interés de r_1 hasta r_2 .



Dado que este nuevo nivel de tasas de interés está por encima de la curva BP que representa el equilibrio de la balanza de pagos, se producen entradas fuertes de capital. El Banco Central, con el propósito de evitar una revaluación del tipo de cambio, monetiza estas divisas aumentando la oferta monetaria de LM a LM' . El equilibrio final se dará en E_3 , punto de intersección de las curvas IS' , LM' y BP, tal y como se muestra la gráfica II.2.

Si suponemos que el tipo de cambio no es fijo sino flexible, las entradas de capital que se producen dan lugar a una apreciación del tipo de cambio y, por lo tanto, a una pérdida de competitividad. La demanda se desvía de los bienes internos provocando un movimiento hacia atrás de la curva IS hacia su posición inicial de equilibrio, haciendo totalmente ineficaz la política fiscal pero no la monetaria en el corto plazo.

En ocasiones, los elevados déficit provocan que los agregados monetarios estén sujetos a fuerzas endógenas que las autoridades monetarias no pueden contrarrestar dando lugar a políticas que provocan excesiva expansión monetaria bajo un esquema erróneo de tasas de interés 4/. Esto conduce a un caso muy común encontrado en los países en desarrollo conocido como "represión financiera", donde la existencia de tasas de interés por debajo de la inflación (tasas reales negativas) provoca distorsiones sobre el ahorro y la inversión global 5/.

McKinnon y Shaw demostraron que el predominio de tasas de interés negativas y un elevado encaje legal, al desalentar la tenencia de ahorro financiero en términos reales disminuye la disponibilidad real de fondos de inversión, lo que a su vez constituye una obstrucción para la inversión realizada 6/.

De acuerdo al criterio neoliberal, la represión financiera entendida como la existencia de tasas de interés negativas ejerce dos efectos opuestos sobre la relación global entre la inversión realizada y el Producto Interno Bruto (PIB). El primero consiste en desalentar el ahorro financiero provocando la inversión apoyada en fuentes externas de financiamiento y el segundo es el de la inversión autofinanciada. La represión financiera conduce frecuentemente a la creación de nuevas modalidades de operaciones financieras y de intermediarios no institucionales, con el propósito de evitar la carga de la represión. Por lo general, estos mercados paralelos de dinero no organizados son menos eficientes como consecuencia de que los costos y los riesgos son mayores que los de un sistema financiero no reprimido. En algunas ocasiones, estas políticas provocan la necesidad de recurrir a la intermediación financiera internacional, si existen medios

4/Galvis, Vicente. "Operaciones del Banco Central con el Sector Público y Manejo de la Deuda Pública en Latinoamérica", Centro de Estudios Monetarios latinoamericanos (CEMLA). México, marzo 1985.

5/McKinnon, Ronald. "Money and Finance in Economic Development", The Brookings Institution, Dekker, Washington, 1973.

6/Shaw, Edward. "Financial Deepening in Economic Development", Oxford University Press, New York, 1973.

para canalizar estos fondos del exterior como se explicó en la primera sección de este capítulo.

Si bien mantener a largo plazo tasas de interés reales positivas contribuye a fomentar el crecimiento, no cabe esperar que esto se demuestre en pruebas empíricas que relacionen el nivel de tasas de interés con el nivel de inversión. Estas pruebas adolecen de una base teórica bien fundada y son plenamente compatibles con las nociones usuales de ahorro e inversión. En cambio, lo que la teoría revela con claridad es que en vista de que las políticas de equilibrio aumentan la eficiencia de la inversión, exigirán un volumen menor de inversión para lograr la misma expansión productiva.

Algunos resultados teóricos indican que pasar de una situación de represión financiera a otra de equilibrio acelera la tasa de crecimiento económico, incluso con una disminución en el ritmo de inversión. La razón de ello es que la represión financiera reduce el factor de eficiencia del sistema de intermediación financiera.

Es importante señalar, por último, que los movimientos de las reservas mínimas obligatorias (encaje legal) de la Banca Central influyen directamente sobre la oferta monetaria a través del multiplicador monetario, toda vez que éste varía cuando el Banco Central afecta la disponibilidad de reservas de alto poder (base monetaria) y la composición de la cartera de activos del público y de los bancos para controlar el crecimiento de los agregados monetarios y del crédito, lo cual se refleja eventualmente en las decisiones de gasto del sector privado de la economía. Los recursos provenientes del encaje legal se contabilizan dentro de los usos de la base monetaria como reservas bancarias (Ver Apéndice A).

I.A.3 EMISION DE DEUDA PUBLICA

El financiamiento del déficit público a través de bonos gubernamentales -a diferencia del financiamiento del banco central- no ejerce ningún efecto neto sobre la base monetaria y por lo tanto, teóricamente no debe crear presiones inflacionarias. A pesar de que únicamente se trata de una transferencia de recursos del sector privado al público, es importante, como se explica más adelante en este capítulo, analizar los diferentes efectos que pueden presentarse dependiendo de la forma en que el público percibe en general el aumento de la deuda pública en circulación.

En la medida en la que el gobierno pretenda captar recursos del sistema económico, deberá ofrecer tasas de interés en condiciones de mercado que hagan atractiva la inversión a los ahorradores. Lo anterior presionará a la alza el resto de tasas de interés en los mercados financieros, lo cual, al igual que en el caso del financiamiento bancario, provocará un efecto de desplazamiento de la inversión privada.

Por otro lado, si la diferencia entre los rendimientos ofrecidos por los bonos y los instrumentos bancarios es significativa, el sistema bancario experimentará una disminución importante en su nivel de captación. Además, en el caso de los países como México, donde el principal instrumento de emisión de deuda pública es de corto plazo (Cetes) también se experimentará una modificación en la tenencia de activos financieros entre los diferentes sectores. Es decir, la mayor parte de la captación se concentrará en plazos menores a tres meses, dificultando las operaciones de crédito a mediano plazo del sistema financiero en general.

Aunado a lo anterior y dadas las limitaciones que se presentan en la mayoría de los sistemas financieros de los países en vías de desarrollo, la estructura temporal de tasas de interés se verá afectada toda vez que los "premios" que pagan las tasas de interés a corto plazo son generalmente mayores que las de plazos más largos, no correspondiendo estas últimas a las expectativas de inflación.

El hecho de que este mecanismo de financiamiento se considere poco inflacionario plantea serias dudas al observar que los incrementos en las tasas de interés de los instrumentos de deuda pública presionan a la alza las tasas del mercado financiero en general. Sin lugar a dudas, esto repercute necesariamente sobre el costo en el que incurren las empresas por sus pasivos, transfiriendo frecuentemente este aumento en sus costos directamente a los precios.

Por otro lado, el servicio de la deuda interna del gobierno ante tasas de interés elevadas incrementa aún más el déficit, generándose mayores necesidades de financiamiento que a su vez presionan hacia arriba las tasa de interés. Así se genera un círculo vicioso tal y como lo experimentó la economía mexicana antes de la implantación del Pacto de Solidaridad Económica en 1988.

Por último, cabe mencionar el efecto que el mayor gasto público financiado a través de bonos ejerce sobre el consumo y la inversión privada. Si el público concibe la emisión de deuda pública como un impuesto futuro ante la carga financiera que el pago de intereses representará al gobierno, el consumo y la inversión no modificarán su estructura y los intereses ganados por los individuos se ahorrarán en su totalidad, eliminando así los efectos expansivos que originalmente se presentaron por la acción de la política fiscal. Un ejemplo de la situación anterior es el caso de una reducción en los impuestos financiada a través de la emisión de bonos. La reducción en los impuestos incrementa el déficit actual y el futuro, por lo que se requiere de alguno -o de una combinación- de los siguientes ajustes:

- a). Incrementos en impuestos futuros,
- b). Disminuciones futuras en el gasto del gobierno,
- c). Aumento en la creación futura de dinero e
- d). Incrementos futuros en la emisión de deuda pública.

Las decisiones de los individuos respecto de su nivel de inversión y de consumo actuales están influenciadas por sus expectativas sobre el futuro, y cada una de las anteriores alternativas tiene implicaciones sobre los efectos de la reducción en los impuestos actuales.

Algunos estudios realizados por Barro para la economía estadounidense demuestran que el consumo no se modifica si el público percibe que la reducción en impuestos financiada a través de un aumento en la emisión de bonos simplemente reduce los impuestos pagados hoy e incrementa los impuestos futuros para pagar los intereses de los bonos.^{7/}

Así mismo, el público puede creer que la decisión de reducir los impuestos se traducirá en una mayor creación de dinero. Siendo así, las expectativas inflacionarias podrían afectar las decisiones actuales en tal forma que no se perciban como una función del comportamiento tradicional.

I.A.4 FINANCIAMIENTO DEL BANCO CENTRAL

La vinculación directa entre la política fiscal y monetaria se hace evidente a través del crédito interno otorgado por el banco central al gobierno para financiar su déficit.

La decisión del gobierno de financiarse por medio de crédito interno, o por la adquisición por parte del Banco Central de una mayor proporción de la deuda pública emitida tiene efectos sobre la oferta monetaria si el multiplicador mantiene una proporción más o menos constante. El ritmo de aumento de la cantidad de dinero en circulación dependerá del ritmo de crecimiento de la base monetaria.

Existe una diferencia muy importante entre el financiamiento del déficit a través del público (emisión de deuda) y el del Banco Central. Cuando este último financia al gobierno, se crea dinero de "alto poder" toda vez que al gastar el gobierno esos fondos, el público se queda con una mayor cantidad de dinero en circulación. En el primer caso, cuando el gobierno se financia a través del público, recibe y gasta el dinero del público, sin modificar el acervo de circulante en manos del sector privado.

Como puede observarse, la forma de financiamiento tiene serias implicaciones de política económica debido al incremento que se puede provocar sobre el dinero en

^{7/}Barro, R.J., "Are Government Bonds Net Wealth?", Journal of Political Economy, November-December 1974. Pp. 1095-1117

circulación vía la base monetaria. Cuando la economía se encuentra en un periodo de expansión y por abajo del pleno empleo, la expansión monetaria es absorbida en su totalidad, aumentando el ingreso y presentando poco efecto sobre los precios y la balanza de pagos.

Por el contrario, si la capacidad instalada del país se encuentra saturada, el aumento en la oferta monetaria se traducirá en un incremento del nivel de precios y por ende, en un posible deterioro de la balanza de pagos.^{8/}

También es importante distinguir la temporalidad del financiamiento con emisión de dinero, toda vez que el efecto riqueza que se produce sobre la demanda agregada será diferente si se trata de un financiamiento temporal o permanente. En caso de tratarse de uno permanente, y si el público así lo percibe, los aumentos en su ingreso nominal se ahorrarán, con lo que se anulará cualquier posible efecto sobre la demanda agregada.

La expansión del gasto financiada por emisión primaria en una economía abierta puede tener fuertes implicaciones sobre la balanza de pagos. El enfoque monetario de la balanza de pagos postula un mecanismo de ajuste, en el cual el exceso de liquidez provocado por un aumento en el circulante tiende a incrementar la demanda de bienes y servicios domésticos. Dada una oferta limitada de éstos, se comienzan a observar presiones sobre el nivel de precios aumentando la demanda de importaciones y activos financieros en el exterior e incidiendo negativamente sobre la balanza de pagos.

Bajo un contexto de tipo de cambio fijo, el aumento del crédito interno tiende a aumentar la oferta de dinero, lo cual a su vez provoca un exceso de demanda en el mercado de bienes. Lo anterior ejerce presiones sobre el nivel de precios interno de tal forma que existe un incentivo para importar bienes del exterior dando lugar a un déficit de cuenta corriente. Dada la existencia de una paridad fija, el mecanismo de ajuste tendrá que venir forzosamente vía disminución de las reservas internacionales, que ocasiona que tiendan a igualarse la oferta y la demanda de dinero, llegando al equilibrio. Esto es así siempre y cuando no exista endeudamiento externo adicional.

En el caso de una economía con tipo de cambio flexible, la moneda se depreciará de tal forma que disminuya o desaparezca el incentivo a seguir importando y el nivel de reservas

^{8/}Blejer, Mario I., "Short Run Dynamics of Prices and the Balance of Payments", American Economic Review. Vol. LXVII No. 3. Junio de 1977, Pp. 102-110

internacionales no se ve afectado.9/ Adicionalmente, el crecimiento en precios que favorece las expectativas de devaluación presiona a su vez a la alza las tasas de interés internas, toda vez que de no ser así, el diferencial con el exterior da lugar a salidas de divisas afectando la cuenta de capital.

En caso de que las autoridades monetarias tengan objetivos definidos en términos de crecimiento de la cantidad de dinero, el financiamiento del déficit público planteará al Banco Central serios problemas de control de la base monetaria. Lo anterior como consecuencia de que si pretende cumplir sus objetivos monetarios, tendrá que recurrir a mecanismos de drenaje de liquidez que pueden hacerse muy difíciles en caso de que los déficit sean elevados y persistentes. Esto puede provocar un abandono de cualquier objetivo monetario de índole restrictivo por dos razones: Primero, porque por un lado la colocación de fuertes emisiones de deuda en condiciones de mercado puede hacerse muy difícil y segundo, porque si el financiamiento del déficit se desarrolla sin abandonar una política monetaria estricta, gran parte de los fondos provendrán del sistema bancario, lo cual como se vio anteriormente, tendrá como contrapartida un empeoramiento de las condiciones de financiamiento del sector privado en cuanto a costos y disponibilidad de crédito se refiere. 10/

Entre 1982 y 1990 la economía mexicana enfrentó un recrudecimiento en el proceso inflacionario, mismo que estuvo estrechamente relacionado con el ritmo de crecimiento de los medios de pago, los cuales a su vez, correspondieron a la emisión de circulante utilizada como instrumento para financiar el creciente déficit público.

Al igual que la demanda por cualquier bien, la cantidad de dinero en términos reales que las personas desean mantener depende de una restricción presupuestal y del precio relativo del bien en cuestión. En el caso del dinero, la restricción presupuestal se refleja en términos del ingreso per cápita, y el costo de oportunidad es la tasa de interés y la tasa esperada de depreciación de la moneda.

La inflación equivale a un impuesto cuya base gravable es el monto de saldos reales mantenidos en un periodo de tiempo determinado. La expansión del circulante proveerá de recursos reales a los emisores, siendo la ganancia por emisión la diferencia que existe entre lo que cuesta emitir el dinero y

9/Frenkel, Jacob A., "A Monetary Approach to the Exchange rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence", Scandinavian Journal of Economics. No.78

10/Kindleberger, Charles P., "International Financial Intermediation for Developing Countries". Dekker, New York, 1976. Pp. 97-122

el poder de compra inicial del nuevo dinero en circulación. En periodos inflacionarios los agentes económicos que mantienen dinero experimentan un deterioro permanente en su poder adquisitivo. De esta forma, quienes mantienen saldos monetarios incurrir en una pérdida lo que, a su vez, provoca que ante el aumento en la tasa de inflación, requieran de un flujo nominal de dinero mayor para reponer total o parcialmente la pérdida señalada. En este sentido es una clase de impuesto que erosiona el dinero y transfiere recursos desde la comunidad en general al emisor, es decir, al gobierno, afectando regresivamente la distribución del ingreso. Mientras mayor sea el costo de mantener saldos reales, el público en general tratará de deshacerse de dichos saldos, lo cual aumentará la velocidad de circulación y los precios se elevarán, en forma permanente o transitoria, dependiendo de si la autoridad monetaria acompaña o no el aumento con una mayor oferta monetaria.

En un estudio realizado por el Centro de Estudios Económicos del Sector Privado (CEESP) en 1988, se estimó que la recaudación vía este impuesto durante el periodo 1983-1987 ascendió a 121.0 mil millones de pesos, 16 por ciento más que en el sexenio anterior.^{11/} La recaudación a través del impuesto inflacionario fue mayor a la obtenida por otros impuestos como el de la renta (4.1 por ciento); IVA (3.9 por ciento); producción y servicios (2.4 por ciento) y no tributarios (0.9 por ciento). Durante el periodo comprendido entre 1983 y 1987, la recaudación total promedio por concepto del impuesto inflacionario representó al gobierno ingresos del orden del 5 por ciento del Producto Interno Bruto, porcentaje equivalente al producto generado por la industria de la construcción.

Cuando se implanta una política de estabilización, es factible esperar una reducción en la inflación. Sin embargo, lo que suceda con la recaudación dependerá de tres factores: el crecimiento del ingreso real; el crecimiento de la población; y el grado de respuesta de la demanda de saldos reales.

Si los primeros dos factores aumentan y el tercero es elevado, es factible esperar que aún cuando la tasa de inflación sea sustancialmente menor, la recaudación puede llegar a ser incluso mayor que antes del programa.

Es importante comentar que bajo un esquema antinflacionario como el observado en México recientemente, la tasa impositiva sobre la tenencia de saldos monetarios disminuye, cancelándose una fuente de ingresos importante para financiar el déficit público. Esto planteó una disyuntiva para el

^{11/}Centro de Estudios Económicos del Sector Privado. "La Inflación como Impuesto". Actividad Económica. Núm. 122. Abril de 1988. México D.F.

gobierno: o reducía aún más el gasto público o elevaba otras fuentes de ingresos como impuestos. El gobierno optó por llevar a cabo una política mixta donde una política de saneamiento de las finanzas públicas se acompañó con una reforma fiscal que pretende aumentar la recaudación tributaria en forma significativa. Con ello, los resultados medidos en términos de las principales variables macroeconómicas saltaron a la vista, como se verá más adelante.

CAPITULO II POLITICA ECONOMICA Y RESULTADOS: 1970 - 1990

En el capítulo anterior se recordó brevemente, en la forma más elemental posible, el modelo IS-LM que ayuda a comprender los efectos que tanto la política fiscal como monetaria presentan en la determinación del nivel de equilibrio del ingreso y la tasa de interés, o lo que es similar, la forma en que se afectan los mercados de bienes y servicios y monetario de la economía. Posteriormente se presentaron cada uno de los 4 posibles mecanismos de financiamiento del déficit público en nuestro país.

En este capítulo describiremos el comportamiento de la política económica en el periodo de referencia así como los principales resultados dentro del marco de las políticas fiascal y monetaria.

II.A ANTECEDENTES

Entender la política económica en un corte determinado de tiempo requiere, en el mejor de los casos, conocimiento de los antecedentes históricos inmediatos a ese corte. Es decir, ¿podemos explicar la crisis económica de 1982 sólo a raíz de la información y los hechos que nos llegan de ese año?

Tratándose de política económica, cualquier decisión tomada tiene al menos dos efectos conocidos: el de corto plazo y el de largo tiempo, el que se gesta lentamente y que paradójicamente algunas veces presenta un resultado diametralmente opuesto al que se quería llegar. La historia económica de nuestro país está llena de ejemplos de este tipo.

Por ello, hablar de la política económica y de los resultados obtenidos en la materia entre 1970 y 1990 requiere esbozar los antecedentes en los que se englobó dicha política, y que hoy conocemos como la época del "Desarrollo Estabilizador", es decir los años que van de 1957 a 1970.

II.A.1 EL DESARROLLO ESTABILIZADOR: 1957 - 1970

La década de los años sesenta se caracterizó por registrar una gran estabilidad económica. Si el objetivo principal de esos años fue obtener altas tasas de crecimiento con bajo nivel de inflación y estabilidad en el tipo de cambio, el objetivo se logró más que satisfactoriamente. El promedio anual de crecimiento del Producto Interno Bruto ascendió a 7.0 por ciento mientras que los precios se incrementaron únicamente 3.5 por ciento y el tipo de cambio permaneció constante.

CUADRO NO. II.1
EL DESARROLLO ESTABILIZADOR
PRINCIPALES INDICADORES ECONOMICOS 1957 - 1970

AÑO	PRODUCTO INTERNO BRUTO (millones de pesos de 1970)	Variación Anual (%)	TIPO DE CAMBIO (Pesos por Dólar)
1957	192 243	7.5	12.50
1958	202 467	5.3	12.50
1959	208 523	3.0	12.50
1960	225 448	8.1	12.50
1961	236 562	4.9	12.50
1962	247 615	4.7	12.50
1963	267 396	8.0	12.50
1964	298 662	11.7	12.50
1965	318 030	6.5	12.50
1966	340 074	6.9	12.50
1967	361 397	6.3	12.50
1968	390 799	8.1	12.50
1969	415 512	6.3	12.50
1970	444 271	6.9	12.50

FUENTE: INEGI. Estadísticas Históricas de México. México 1990

En palabras de Antonio Gómez Oliver: "A pesar de que el objetivo primordial de la política económica, en el periodo considerado, parece haber sido el crecimiento económico, las condiciones de estabilidad que acompañaron dicha política permitieron que el fuerte ritmo de desarrollo alcanzado fuese obtenido con tasas de inflación muy bajas, en comparación con las experimentadas en otros países en desarrollo". 1/

Para el autor, entre las principales características del periodo en materia de política económica se cuentan: interdependencia de las variables de política económica (monetaria, financiera, fiscal y de comercio exterior entre otras) y una fuerte disciplina o elevado grado de control ejercido sobre las variables de política monetaria y fiscal.

En materia de política financiera los resultados se tradujeron en una mejor asignación de los recursos para la inversión, así como en una utilización más eficiente del capital. Sin embargo, dos fueron los factores principales del excelente resultado en materia de desarrollo logrado en ese entonces:

1/Gómez Oliver, Antonio. "Políticas Monetaria y Fiscal de México. La Experiencia desde la Posguerra: 1946-1976". CFE. México, 1981. Pág. 61

"Desde nuestro punto de vista existieron dos factores importantes que condicionaron tanto a la política de estabilidad como a sus resultados. Uno de estos factores es la ausencia relativa de fuertes disturbios económicos en el exterior (más precisamente en los países con los cuales se mantuvieron lazos comerciales y financieros importantes) que tuvieron en el pasado una fuerte influencia desestabilizadora sobre la economía mexicana.

El otro factor es que el esquema fundamental de la política de estabilidad no fue rígido e impuesto a la economía sino que el diseño de la política económica parece haber sido flexible, basado en las experiencias anteriores y adaptado a las condiciones cambiantes del entorno económico.

En primer lugar, en la comparación de las políticas en este periodo y en la etapa previa se observa que en sus aspectos esenciales, ninguna de las políticas (monetaria, fiscal, de comercio exterior) introdujeron nada nuevo o que no se hubiera ensayado con anterioridad y esto es cierto, incluso para la política financiera.

En segundo lugar, este desarrollo evolutivo y adaptable de la política económica, dado por lo que podemos denominar la actitud "pragmática" de las autoridades económicas del país se nota, sobre todo, en los cambios de metas en el uso de los diversos instrumentos de política económica, de acuerdo con la variación en las condiciones de la economía internacional.

Estas condiciones para México estuvieron determinadas, por una parte, por los cambios en el ritmo de crecimiento del ingreso real de Estados Unidos. Por otra parte, durante todo el periodo, el país parece haber encontrado fuentes crecientes de financiamiento externo provenientes, fundamentalmente, de instituciones oficiales. Esto no sólo disminuyó la importancia de las reservas internacionales como medio de financiar los déficit en cuenta corriente, sino que, en gran parte, permitió la presencia de fuertes déficit de cuenta corriente financiados con ahorro interno. Esto es, las oportunidades crecientes de endeudamiento externo hicieron posible que la inversión interna superara, notablemente, al ahorro interno." 2/

Y continúa: "Todo parece indicar que las diferentes políticas fueron más expansivas y orientadas hacia el mercado interno durante los últimos años cincuenta y principios de los sesenta. Posteriormente, al cambiar las condiciones externas, las autoridades supieron frenar las políticas expansivas haciéndolas no sólo más conservadoras, sino también más abiertas al exterior.

Otro de los factores que pudo haber influido para el cambio en la orientación de las políticas, fue el reconocimiento de la limitación que existe en muchas de las variables, instrumentos de política para estimular la producción del sector privado en el mercado interno o para permitir un mayor gasto gubernamental, sin poner en peligro los objetivos de estabilización.

Entre las limitaciones de esos instrumentos de política puede mencionarse, en primer lugar, que la política de sustitución de importaciones tiene, por lo general, un alto costo social dado, entre otras cosas, por la pérdida de eficiencia, la creación de monopolios internos, la baja en los precios relativos para las exportaciones y en el sector agrícola que desestimula su producción, la concentración del ingreso.

En segundo lugar, aún cuando el financiamiento bancario al gobierno puede incrementarse manteniendo las condiciones de estabilidad, sea por un aumento en el encaje legal o a expensas de una reducción de las reservas internacionales y/o mayor endeudamiento externo, estas formas de financiamiento tienen limitaciones muy fuertes. En el primer caso, los aumentos del financiamiento bancario al sector público disminuyen correlativamente las posibilidades de financiamiento al sector privado mientras, en el segundo, es obvio que las tenencias de reservas internacionales pueden agotarse. Respecto al último caso, aunque las posibilidades de endeudamiento externo no tienen límites tan definidos, el costo de estas operaciones tiende a aumentar de acuerdo con el nivel alcanzado en el endeudamiento externo, por lo que su rentabilidad económica desaparece mucho antes de que se agoten las posibilidades de endeudamiento con el exterior."

3/

Así, en el periodo que antecedió a la política económica de 1970 a 1988 se ejerció un control estricto sobre las finanzas públicas y de esta manera se cumplió con el objetivo señalado de estabilidad.

Es decir, al limitar los requerimientos financieros del gobierno se evitó impulsar excesivamente la demanda agregada vía política monetaria expansiva y se controló el movimiento en precios manteniendo fijo el tipo de cambio.

Es importante destacar que a partir de este periodo se inició una gran expansión del aparato financiero mexicano que contribuyó de manera muy importante al desarrollo económico de la época. La política financiera consistió, básicamente, en ofrecer tasas de interés reales positivas, lo cual fortaleció la confianza del público para conservar sus activos dentro del país, lo que junto con los elevados niveles de ingreso, facilitó la mayor captación del sistema bancario. Esto, a su vez, aumentó la disponibilidad de financiamiento al sector público y privado.

CUADRO NO. II.2
FINANCIAMIENTO A LAS EMPRESAS Y PARTICULARES OTORGADO POR LAS
INSTITUCIONES FINANCIERAS PRIVADAS.
MEXICO 1956 -1970
(VALORES CENTRADOS A MITAD DE AÑO. MILLONES DE PESOS)

AÑO	MONTO	TASA DE CRECIMIENTO
1956	9 798.8	
1957	10 164.1	4.5
1958	10 798.0	6.1
1959	11 306.8	2.9
1960	13 645.9	18.8
1961	15 282.9	11.3
1962	16 918.8	10.2
1963	19 226.3	12.8
1964	22 198.1	14.4
1965	26 415.7	17.4
1966	30 523.9	14.5
1967	35 643.6	15.5
1968	41 462.7	15.1
1969	47 779.0	14.2
1970	57 686.4	18.8

FUENTE: Gómez Oliver, Antonio. Políticas Monetaria y Fiscal de México. La Experiencia Desde la Posguerra: 1946-1976. FCE. México 1980

II.B. EL DESARROLLO COMPARTIDO: 1971 - 1976

En la década de los años setenta, a la par con el crecimiento económico y la estabilidad en precios y tipo de cambio se generaron serios desequilibrios estructurales en la economía mexicana. En el ámbito interno destaca el aumento en la desigualdad en la distribución del ingreso y en el externo, el déficit en la balanza comercial al no completarse el proceso de sustitución de importaciones iniciado en la década de los años cuarenta.

Lo anterior provocó que en 1972 la nueva administración abandonara el modelo de crecimiento del desarrollo estabilizador y adoptara un cambio radical en la política macroeconómica. La problemática interna se consideró prioritaria y el cambio en política se basó en la teoría de la Escuela de Cambridge, Inglaterra, que postula que la economía se estimula por el incremento en el gasto público, reflejándose en una mayor producción y bienestar para la población. Sin embargo, y a pesar de que el excesivo gasto público logró estimular la economía en los primeros años del periodo, generó fuertes presiones inflacionarias y externas.

Los constantes incrementos en el gasto del gobierno, al no compensarse por un aumento de igual magnitud en los ingresos, desequilibraron las finanzas públicas, provocando un déficit público creciente.

CUADRO NO. II.3
TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS INGRESOS Y GASTOS DEL GOBIERNO
FEDERAL EN TERMINOS REALES
1970 - 1976
(PORCENTAJE)

ÑO	INGRESOS EFECTIVOS	INGRESOS TRIBUTA- RIOS	GASTOS EFECTIVOS TOTALES	GASTO CORRIEN- TE	GASTO DE CAPITAL
1966-70	7.0		3.8	5.1	4.3
1971	3.2	4.5	-1.6	-6.8	-25.1
1972	9.3	9.9	30.3	28.3	51.8
1973	12.3	11.8	20.2	14.7	24.1
1974	8.8	12.2	3.4	13.6	-12.1
1975	19.4	19.2	18.0	15.3	25.6
1976	7.5	8.4	8.5	11.2	5.6

FUENTE: Gómez Oliver, Antonio. Políticas Monetaria y Fiscal de México. La Experiencia Desde la Posguerra: 1946-1976. FCE. México 1980

Las mayores necesidades financieras del gobierno se cubrieron principalmente con crédito del Banco de México a través de una mayor emisión de billetes y monedas. Además, el crédito externo cobró una mayor importancia como fuente de financiamiento al gobierno lo que, junto con la emisión de circulante, generó un importante proceso inflacionario a partir de 1973.

CUADRO NO. II.4
INDICE NACIONAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
BASE 1978 = 100

PERIODO	INDICE	VARIACION
1970	32.3	
1971	34.0	5.3
1972	35.7	5.0
1973	40.0	12.0
1974	49.5	23.7
1975	57.0	15.1
1976	66.0	15.8

FUENTE: INEGI. Estadísticas Históricas de México. México 1990

A lo largo del sexenio se optó por una política de tipo de cambio fijo, por lo que los constantes incrementos en el nivel de precios y la inflación externa, implicaron la sobrevaluación de la moneda y acentuaron los desequilibrios externos acumulados desde finales de la década anterior. Esto, combinado con la problemática interna, desembocó en la devaluación del peso y gestó la crisis financiera de 1976.

El gasto total del sector público aumentó 359 por ciento en términos nominales a lo largo del sexenio, al pasar de \$73 084 millones de pesos en 1970 a \$336 099 millones en 1976. A pesar de que los ingresos también aumentaron de forma importante (256 por ciento), el déficit ascendió a \$135 560 millones de pesos hacia finales del periodo, pasando de una proporción de 3.8 por ciento respecto al Producto Interno Bruto en 1970 a 9.9 por ciento en 1976.

La tasa de crecimiento de la base monetaria quedó sujeta a las necesidades financieras del gobierno al cubrirse a través del crédito del Banco de México, que implica una mayor emisión de circulante. Con esto, la política fiscal expansionista llevada a cabo a lo largo del sexenio fue la causa primordial de la pérdida de control de la política monetaria.

CUADRO NO. II.5
 NIVEL Y TASA DE CAMBIO DE LA BASE MONETARIA
 MEXICO 1970 - 1976
 (MILLONES DE PESOS)

AÑO	PARTE EXTERNA	PARTE INTERNA	TOTAL BASE	TASA DE CRECIMIENTO TOTAL	CRECIMIENTO PARTE INT.
1970	10 327.4	50 507.4	60 834.8	11.7	11.3
1971	12 858.5	56 906.7	69 765.2	13.7	11.9
1972	16 800.6	68 353.7	85 154.3	19.9	18.3
1973	17 976.2	89 136.4	107 112.6	22.9	26.5
1974	18 175.6	124 125.1	142 300.7	28.4	33.1
1975	20 153.4	165 545.7	185 699.1	26.6	28.8
1976	28 155.8	228 857.5	257 013.3	32.5	32.4

FUENTE: Gómez Oliver, Antonio. Políticas Monetaria y Fiscal de México. La Experiencia Desde la Posguerra: 1946-1976. FCE. México 1980

Dicho comportamiento de la base monetaria fue la principal explicación de la tasa de crecimiento de la oferta de dinero, toda vez que el valor del multiplicador disminuyó como consecuencia del aumento progresivo de los encajes legales sobre los entonces bancos de depósito y ahorro. 4/

Otro factor adicional que influyó en la pérdida de control de la base y por lo tanto de la oferta monetaria, fue la política de tipo de cambio. Esto debido a que al mantener la paridad fija, la variable de ajuste en el sector externo son las reservas internacionales del Banco de México. Es decir, la creciente demanda de dólares causada por las expectativas devaluatorias del público ante la sobrevaluación de la moneda, hubiera implicado una caída en las reservas internacionales del Banco de México que de alguna manera podía contrarrestar el aumento en la parte interna de la base.

Sin embargo, la disponibilidad de créditos externos permitió mantener fija la paridad del tipo de cambio (peso-dólar) no obstante las presiones inflacionarias domésticas.

Otra de las consecuencias de la expansión de la política fiscal fue la reducción en la disponibilidad de crédito al sector privado. Durante el sexenio se dio un efecto "crowding out" (desplazamiento de la inversión privada). La inversión privada mostró tasas de crecimiento inferiores a las de la

década anterior ante la creciente utilización de los recursos captados por el sistema bancario para financiar el déficit público y la falta de confianza entre la mayoría de los empresarios respecto a las acciones gubernamentales. 5/

CUADRO NO. II.6
INVERSION EN MEXICO
(MILLONES DE PESOS A PRECIOS DE 1970)

AÑO	TOTAL	PUBLICA	PRIVADA
1965	52 074.7	19 163.5	32 911.2
1970	88 660.6	29 249.9	59 410.7
1975	132 316.1	54 732.9	77 583.2
1976	132 909.6	50 597.2	82 312.4

FUENTE: INEGI. Estadísticas Históricas de México. México 1990

La situación se agravó aún más con la baja en el ritmo de crecimiento real de la captación bancaria, pues la presencia de tasas de interés reales negativas no hizo atractivo el ahorro en moneda nacional, provocando una creciente dolarización de la economía con la consecuente fuga de capitales.

Los efectos de la expansión del gasto público y de la política monetaria se reflejaron en el desplazamiento de la demanda agregada. La oferta, por su parte, no respondió al ritmo de crecimiento de la demanda, lo que repercutió en constantes incrementos en el nivel de precios y desequilibrios en el sector externo. Es decir, el desequilibrio entre la producción de bienes y servicios y la emisión de circulante generó el proceso inflacionario ya mencionado anteriormente.

Esto último, a su vez, ocasionó la sobrevaluación del tipo de cambio que impulsó un incremento en las importaciones que, junto con un comportamiento muy conservador de las exportaciones, explicó los constantes déficit de la balanza comercial y consecuentemente el deterioro de la cuenta corriente.

5/Diversos estudios empíricos demuestran que la inversión privada en México es función de la disponibilidad de crédito y no de las tasas de interés como comúnmente se aduce. Ver: Amieva, Juan, "Un Modelo Macroeconómico de Gran Escala para la Economía Mexicana". Dirección General de Planeación Hacendaria, Dirección de Investigación Económica, México, 1985.

CUADRO NO. II.7
COMERCIO EXTERIOR
1970 - 1976
(TASAS DE CRECIMIENTO REALES)

AÑO	IMPORTACIONES DE MERCANCIAS	EXPORTACIONES DE MERCANCIAS	EXPORTACIONES BIENES Y SERV.	DEFICIT CUESTA CORRIENTE	EN
1971	-6.8	0.9	3.6	-30.0	
1972	14.8	15.6	12.2	0.7	
1973	21.5	9.5	7.5	36.6	
1974	29.0	17.0	7.6	55.0	
1975	-0.6	-8.6	-6.3	27.6	
1976	13.2	9.5	5.1	-25.1	

FUENTE: Gómez Oliver, Antonio. Políticas Monetaria y Fiscal de México. La Experiencia Desde la Posguerra: 1946-1976. FCE. México 1980

Los desequilibrios económicos internos y externos acumulados a finales del sexenio aceleraron las expectativas de devaluación del peso y fomentaron diversas actividades especulativas. Esto, junto con la recesión de la economía mundial en 1974 y 1975, acentuó las disminuciones en el ritmo de la actividad económica y finalmente desembocó en la crisis financiera que presentó como síntoma la devaluación de 1976, cuando se hizo necesario un fuerte ajuste en el tipo de cambio con el fin de solucionar la problemática externa, ya que a través de la corrección de precios relativos se podría disminuir la tasa de crecimiento de las importaciones y fomentar las exportaciones.

Finalmente, en 1977 se firmó un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), cuyo objetivo primordial era corregir el desequilibrio de la balanza de pagos y disminuir la inflación a través de un mayor control en las finanzas públicas. Se pensaba que al contraer el gasto público para lograr ejercer control sobre la política monetaria sería factible disminuir las presiones sobre el nivel de precios en un periodo de tres años: 1977-1979.

II.C. LA ADMINISTRACION DE LA ABUNDANCIA: 1976 - 1982

La acumulación de desequilibrios internos y externos impuso a la nueva administración la necesidad de corregirlos a finales de 1976.

La falta de divisas necesarias para cubrir las importaciones y hacer frente al servicio de la deuda así como la tendencia

creciente del gasto público orilló al gobierno a ratificar el convenio de tres años (1977 - 1979) con el FMI, comprometiéndose a instrumentar una política económica cuyos objetivos principales eran solucionar el problema externo y el combate a la inflación a través de la reducción del déficit del sector público.

El hallazgo de grandes reservas petroleras en 1977 y el alto precio del energético a nivel internacional le ofrecieron a México la oportunidad de obtener créditos internacionales, con lo cual se pudo abandonar el programa de estabilización del FMI vigente desde 1977.

Sin embargo, el programa de política económica planteado en el "Plan Global de Desarrollo 1980 - 1982" sobrestimó los ingresos que se percibirían por las exportaciones de petróleo, con lo que el endeudamiento externo alcanzó cifras muy por encima de lo que se podría pagar por su servicio sin mayores contratiempos.

Cuando en 1981 bajaron los precios del petróleo y aumentaron las tasas de interés internacionales se hicieron palpables también los desequilibrios internos acumulados a lo largo del periodo anterior, con lo que se desencadenó la crisis financiera de agosto de 1982.

Ese sexenio se caracterizó por presentar una estructura de alto gasto público, que aunada a elevados niveles de inversión y de consumo privados, estimularon la demanda agregada y permitieron que la economía creciera a tasas anuales de alrededor del 8 por ciento en promedio entre 1978 y 1981.

CUADRO NO. II.8
INDICADORES ECONOMICOS
MEXICO 1976 -1982

AÑO	PIB (Crecimiento Anual)	INFLACION	TIPO DE CAMBIO (Pesos por Dólar) (Fin de Periodo)
1976	4.2	15.8	19.95
1977	3.4	28.9	22.74
1978	8.2	17.5	22.72
1979	9.2	18.2	22.80
1980	8.3	26.3	23.26
1981	8.8	28.0	26.23
1982	-0.6	58.9	96.48

FUENTE: MACRO Asesoría Económica S.C. Compendio Anual Estadístico. Septiembre 1989

El convenio suscrito con el FMI en 1977 establecía instrumentar una política de restricción del crecimiento del componente doméstico de la base monetaria al señalar que el incremento en la oferta no podría exceder al doble del incremento de las reservas internacionales, con la finalidad de reducir las presiones sobre el crédito interno que el gobierno requería para financiar su déficit.

Sin embargo, cuando el país superó los problemas coyunturales y se abandonó el programa de estabilización firmado con el FMI, el gasto del sector público comenzó a expandirse sustancialmente, alcanzando una participación respecto al PIB de 21.8 por ciento en 1981. Los ingresos, por su parte, también mostraron una tendencia a la alza explicada, fundamentalmente, por el comportamiento de los ingresos tributarios, dentro de los cuales los provenientes de PEMEX pasaron del 1.0 por ciento del PIB en 1977 a 4.7 por ciento en 1982.

CUADRO NO. II.9
INGRESOS PRESUPUESTALES DEL GOBIERNO FEDERAL
(PORCENTAJES RESPECTO AL PIB)
1977 - 1982

	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Ingresos Totales	11.9	12.4	12.9	15.3	15.3	15.6
Ingresos por PEMEX	1.0	1.1	1.4	3.7	3.8	4.7
Ingresos sin Pemex	11.0	11.3	11.5	11.6	11.4	11.0
Ingresos Tributarios	10.2	10.6	10.8	10.9	10.6	9.9
Impuesto sobre la Renta	4.9	5.5	5.4	5.5	5.5	4.7
Impuestos Especiales	3.6	3.6	3.7	3.8	3.6	4.0
Valor Agregado	2.0	2.0	2.3	2.7	2.6	2.2
Productos y Servicios	1.6	1.6	1.4	1.1	1.0	1.8
Erogaciones	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Al Comercio Exterior	0.8	0.7	0.9	1.0	1.1	0.9
Ingresos no Tributarios	0.8	0.7	0.6	0.8	0.9	1.1

FUENTE: MACRO Asesoría Económica S.C. Compendio Anual Estadístico. Septiembre 1989

CUADRO NO. II.10
GASTOS PRESUPUESTALES DEL GOBIERNO FEDERAL
(PORCENTAJES RESPECTO AL PIB)
1977 - 1982

	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Gastos Totales	15.1	15.2	16.0	18.3	21.8	27.5
Gastos Corrientes	11.8	11.9	12.0	13.6	15.3	22.2
Consumo del Gobierno	4.3	4.2	4.2	4.0	4.5	4.8
Pago de Intereses	1.8	1.8	1.8	1.7	2.8	5.3
Internos	1.1	1.0	1.1	1.2	2.3	4.1
Externos	0.7	0.8	0.7	0.5	0.5	1.1
Part. Entid. Fed.	1.4	1.4	1.5	2.3	2.5	2.2
Adefas Corrientes	0.3	0.4	0.4	0.5	0.8	1.0
Transfer. Corrientes	4.0	4.0	4.2	5.0	4.7	5.1
Apoyos y Pas. Asumidos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.8
Gastos de Capital	3.8	3.8	4.1	4.5	6.2	4.9
Ajenas Netas	0.4	0.5	0.1	-0.2	-0.3	-0.5

FUENTE: MACRO Asesoría Económica S.C. Compendio Anual Estadístico. Septiembre 1989

Sin embargo, el dinamismo del gasto superó en gran medida al de los ingresos, generando un déficit público creciente que alcanzó la cifra de 17.6 por ciento respecto del PIB en 1982.

La utilización de recursos externos para cubrir los requerimientos financieros del gobierno se estimuló no sólo por la confianza del mercado mundial en México ante sus perspectivas de crecimiento, sino por el nivel de tasas de interés internacionales y una gran disponibilidad de recursos en dichos mercados a raíz del desarrollo del euromercado y los petrodólares.

Por otra parte, las fuentes internas de financiamiento, principalmente el crédito del Banco de México al gobierno, también aumentaron significativamente.

Ante la continua necesidad de financiar los déficit, las autoridades monetarias perdieron el control de la oferta monetaria, quedando supeditado su crecimiento al comportamiento de la política fiscal.

Las presiones inflacionarias que esto implicaba no se patentizaron sino hasta finales del sexenio, debido a que los aumentos en el PIB absorbían los incrementos de la cantidad

de dinero en circulación, cubriéndose el desequilibrio monetario que se estaba generando. 6/

Al parejo con el crecimiento del gasto público, el incremento de la inversión y el consumo privados observaron tasas reales de crecimiento muy elevadas. En este sentido, las favorables expectativas acerca del futuro económico del país jugaron un papel muy importante.

CUADRO NO. II.11
CONSUMO PRIVADO EN MEXICO
1976 - 1982
(MILES DE MILLONES DE PESOS DE 1980)

AÑO	CONSUMO PRIVADO	TASA DE CRECIMIENTO
1976	2 361.6	4.5
1977	2 409.7	2.0
1978	2 606.1	8.1
1979	2 836.6	8.8
1980	2 908.8	2.5
1981	3 123.2	7.4
1982	3 046.0	-2.5

FUENTE: MACRO Asesoría Económica S.C. Compendio Anual Estadístico. Septiembre 1989

Además, los programas de inversión pública dirigidos a expandir el sector petrolero estimularon aún más la inversión privada, provocando una alta demanda de crédito que al no ser satisfecha en el mercado interno, impulsó hacia la utilización de fuentes externas también por parte del sector privado.

En 1981 se presentó una caída en el precio internacional del petróleo y las presiones inflacionarias así como la sobrevaluación del tipo de cambio se hicieron patentes en mayor medida. La economía crecía a tasas elevadas y la deuda externa -pública y privada- seguía en expansión, al incrementarse solamente en ese año más de 25 mil millones de dólares. Con ello se acentuó la dependencia financiera del país frente al exterior.

6/Esto es cierto si suponemos una elasticidad ingreso de la demanda de dinero igual a la unidad. Para mayor detalle ver: Gómez Oliver, Antonio: "Cincuenta Años de Banca Central en México." México, D. F. 1982. CFE

CUADRO NO. II.12
PRECIO PROMEDIO DE EXPORTACION DEL PETROLEO
(DOLARES POR BARRIL)
1976 - 1982

AÑO	CRUDO ISTMO	CRUDO MAYA	PROMEDIO PONDERADO
1976	13.44	13.44	13.44
1977	13.95	13.95	13.95
1978	13.31	13.31	13.31
1979	19.36	19.36	19.36
1980	32.99	28.99	31.21
1981	35.93	31.01	33.19
1982	32.81	25.23	28.69

FUENTE: MACRO Asesoría Económica S.C. Compendio Anual Estadístico. Septiembre 1989

Los desequilibrios internos eran sumamente sensibles a cambios en el panorama internacional, por lo que el aumento de las tasas de interés en los países industrializados ante las políticas monetarias restrictivas que llevaron a cabo (principalmente Estados Unidos a finales de 1979), agravó la carga del servicio de la deuda externa.

CUADRO NO. II.13
TASAS DE INTERES INTERNACIONALES
1976 - 1982

AÑO	PRIME RATE	LIBOR (3 Meses)
1976	6.80	5.58
1977	6.80	6.01
1978	9.10	8.73
1979	12.70	11.97
1980	15.30	14.04
1981	18.90	16.97
1982	14.90	13.10

FUENTE: MACRO Asesoría Económica S.C. Compendio Anual Estadístico. Septiembre 1989

Además, la caída de los precios de las materias primas, fundamentalmente del petróleo en los mercados internacionales deterioró aún más el desequilibrio en las finanzas públicas

como consecuencia de la disminución de los ingresos por este concepto.

El acceso al endeudamiento externo quedó cerrado ante la pérdida de confianza de la banca internacional en la capacidad de pago del país, cuando el saldo total de la deuda alcanzaba cifras del orden de los \$80 mil millones de dólares (el 16 por ciento correspondía al sector privado) y alrededor de \$17 mil millones correspondían a vencimientos de corto plazo, es decir, a pagar entre 1982 y 1983.

CUADRO NO. II.14
DEUDA EXTERNA MEXICANA
1976 - 1982
(MILES DE MILLONES DE DOLARES)

	SECTOR PUBLICO			SECTOR PRIVADO	DEUDA EXTERNA TOTAL
	DIRECTA	CON BANCA	CON FMI		
1976	19.600	1.963	0.000	7.888	29.451
1977	22.912	0.955	0.000	8.473	32.340
1978	26.264	1.379	0.299	8.459	36.401
1979	29.757	1.977	0.136	9.248	41.118
1980	33.813	3.713	0.000	11.506	49.032
1981	52.961	6.137	0.000	15.255	74.353
1982	58.874	8.531	0.220	19.107	86.732

FUENTE: MACRO Asesoría Económica S.C. Compendio Anual Estadístico. Septiembre 1989

Ante esto, la Secretaría de Hacienda informó a la comunidad financiera internacional que el país no podría continuar pagando el servicio de la deuda pública externa. Se definió el problema como uno de liquidez y se solicitó una prórroga de tres meses con la finalidad de comenzar las negociaciones de reestructuración.

Ese mismo año se hizo inevitable la devaluación del tipo de cambio, misma que sumando las efectuadas en febrero y agosto de 1982 llegó a más del 600 por ciento. Finalmente, a principios de septiembre de ese mismo año se decretó la expropiación de la banca privada y se estableció un control generalizado de cambios.

La situación económica de México en esa época era sumamente grave. Se firmó un nuevo acuerdo con el FMI de facilidad ampliada por tres años (1983-1985) y al quedar cerrado el acceso a los mercados internacionales "voluntarios" de

crédito, el Banco de México se vio en la necesidad de cubrir la mayor parte del financiamiento del déficit público.

Por lo tanto, al finalizar el año, había dos problemas básicos que solucionar:

1. El concerniente al desequilibrio en finanzas públicas para controlar la inflación y,
2. El correspondiente a cubrir los requerimientos de divisas indispensables para continuar sirviendo la deuda y reconstruir las reservas internacionales del país.

II.D. EL SEXENIO DE LA CRISIS: 1982 - 1988

II.D.1 1983

En diciembre de 1982 la administración del Presidente Miguel de la Madrid anunció un paquete de medidas de estabilización denominado "Programa Inmediato de Reordenación Económica" (PIRE), congruente con el acuerdo firmado con el FMI en noviembre de ese año.

Los objetivos principales del PIRE eran:

- * Abatir la inflación
- * Lograr la estabilidad cambiaria
- * Fortalecer el ahorro público y privado
- * Proteger la planta productiva y el empleo
- * Recuperar la capacidad de crecimiento económico.

Adicionalmente, en mayo de 1983 se aprobó el "Plan Nacional de Desarrollo 1983-1988", cuyo objetivo fundamental era el cambio estructural en la industria, el comercio exterior y la sociedad para lograr un nuevo modelo de desarrollo que permitiera superar la restricción y vulnerabilidad externas, logrando un crecimiento autosostenido.

En materia de política monetaria los objetivos fundamentales fueron absorber los altos niveles de liquidez existentes en el sistema y revertir el proceso de desintermediación financiera que se inició en 1975 con la baja en la captación y agravado en 1982, por lo que en principio era necesario el saneamiento de las finanzas públicas disminuyendo el déficit gubernamental. Para ello se buscó contraer el gasto de manera importante, lo que ocasionó que pasara de representar 46.7 por ciento del PIB en 1982 a 41.0 por ciento en 1983.

CUADRO NO. II.15
GASTOS DEL SECTOR PUBLICO FEDERAL
PROPORCION CON RESPECTO AL PIB
1983 - 1988

	GASTOS TOTALES	SECTOR PRESUPUESTAL	SECTOR DE PRESUPUESTO	FUERA
1983	41.0	39.0		2.9
1984	39.3	37.7		2.5
1985	39.3	37.5		2.5
1986	44.7	42.6		2.7
1987	44.9	43.6		2.0
1988	39.1	37.7		2.2

FUENTE: MACRO Asesoría Económica. Realidad Económica de México. México, 1992.

Por su parte, los ingresos públicos mostraron un gran dinamismo al pasar de 30.2 por ciento del PIB en 1982 a 34.4 por ciento en 1983. La razón fundamental de ese comportamiento fueron los ajustes en precios y tarifas del sector público y el incremento de los ingresos en pesos por las exportaciones de petróleo ante un tipo de cambio más elevado. No obstante lo anterior, el deterioro de la actividad económica se reflejó en una menor recaudación tributaria real que provocó que los ingresos por ese concepto no respondieran al ritmo de inflación observada.

La conjunción de los esfuerzos por disminuir el gasto e incrementar los ingresos se reflejó en la reducción del déficit financiero del 17.6 por ciento del PIB en 1982 a 8.9 por ciento en 1983. Además, este logro adquirió mayor importancia al considerar que si se excluyen los pagos de intereses, el ajuste de las finanzas públicas permitió pasar de un déficit primario (diferencia entre los ingresos y los gastos sin contabilizar el pago de intereses) de 9.2 por ciento del PIB en 1982 a un superávit cercano al 2 por ciento en 1983.

Al contraerse en casi 50 por ciento los requerimientos financieros del gobierno en relación del PIB fue posible reducir el crédito interno otorgado por el Banco de México, que representó la fuente más importante de recursos ante el limitado acceso a créditos externos.

Otras formas de financiamiento fueron por una parte la emisión de deuda pública, principalmente Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES, cuya participación dentro

del total de financiamiento al gobierno aumentó significativamente en relación a los años anteriores) y por otra, los créditos directos de la banca comercial al sector público.

CUADRO NO. II.16
DEUDA INTERNA DEL SECTOR PUBLICO A TRAVES DE VALORES
PROPORCIONES CON RESPECTO AL PIB
1983 - 1988

	1983	1984	1985	1986	1987	1988
CETES	3.5	2.7	5.0	10.2	14.5	10.6
PETROBONOS	0.2	0.2	0.9	1.1	1.4	0.3
BONOS DE DEUDA PUBLICA	15.2	13.1	6.6	1.5	0.2	1.8
BIBS	0.6	0.4	0.3	0.1	0.0	0.0
PAGARES				0.1	0.1	0.6
BORES				0.0	0.0	0.0
OBLIGACIONES	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0

FUENTE: MACRO Asesoría Económica. Realidad Económica de México. México, 1992.

Con la disminución del crédito primario interno del Banco Central se logró contraer la base monetaria y consecuentemente, la oferta monetaria. Este descenso en el componente interno de la base se contrarrestó parcialmente con la reconstitución de las reservas internacionales a partir de los ajustes cambiarios.

Lo anterior, aunado a la baja del multiplicador como consecuencia del incremento en las reservas de la banca comercial determinaron un decrecimiento real del medio circulante de 21.8 por ciento en el año.

Con el fin de estimular el ahorro interno y la intermediación financiera, se llevó a cabo una política de tasas de interés reales positivas que durante los primeros meses del año no fue posible lograr debido al elevado nivel de inflación. La paulatina baja en el ritmo de crecimiento de ésta permitió, a partir de mayo, que las tasas de interés nominales disminuyeran al mismo tiempo que ofrecían rendimientos reales positivos.

El manejo de esta política presentó grandes contradicciones, toda vez que las tasas de interés reales tan elevadas contribuyeron por un lado a aumentar la inestabilidad en la inflación y por otro, a encarecer el costo del financiamiento del gobierno.

La captación bancaria presentó una disminución real de 9.9 por ciento, lo que provocó que el financiamiento otorgado a empresas y particulares se mantuviera muy deprimido.

La demanda de crédito observó también una reducción mayor a la de la captación en términos reales debido a la depresión de la actividad económica, al alto costo del crédito y a la capacidad ociosa de muchas empresas, generándose un exceso de liquidez bancaria que aumentó la disponibilidad de recursos para financiar el déficit del sector público.

En lo que al sector externo se refiere, se llevó a cabo una política cambiaria que mantuvo elevados márgenes de subvaluación del peso respecto al dólar, con el objetivo de impulsar las exportaciones y restringir las importaciones. Fue básicamente a través de la drástica caída de éstas últimas que se logró un superávit en la balanza comercial. Esto debido no sólo a la subvaluación del tipo de cambio, sino al efecto que la recesión económica tuvo sobre nuestras compras al exterior.

Con ello se logró una acumulación de reservas internacionales importante.

CUADRO NO. II.17
COMERCIO EXTERIOR
1983 - 1988
(MILES DE MILLONES DE DOLARES)

AÑO	EXPORTACION DE MERCANCIAS	IMPORTACION DE MERCANCIAS	BALANZA COMERCIAL
1983	22.312	8.551	13.761
1984	24.196	11.254	12.942
1985	21.664	13.212	8.452
1986	16.031	11.432	4.599
1987	20.656	12.223	8.433
1988	20.565	18.898	1.667

FUENTE: MACRO Asesoría Económica. Realidad Económica de México. México, 1992.

II.D.2 1984

A principios del año persistían los desequilibrios económicos de años anteriores por lo que todos los objetivos de política económica se subordinaron al logro de una tasa de inflación anual 50 por ciento menor a la de 1983, es decir, del orden de 40 por ciento.

CUADRO NO. II.18
INFLACION
1984

MES	INFLACION MENSUAL	INFLACION ANUAL	INFLACION ACUMULADA
Enero	6.4	73.4	6.4
Febrero	5.3	73.3	12.0
Marzo	4.3	72.3	16.8
Abril	4.3	69.1	21.8
Mayo	3.3	67.4	25.8
Junio	3.6	67.1	30.4
Julio	3.3	64.5	34.7
Agosto	2.8	62.8	38.5
Septiembre	3.0	62.7	42.6
octubre	3.5	63.0	47.6
Noviembre	3.4	59.2	52.7
Diciembre	4.2	59.2	59.2

FUENTE: MACRO Asesoría Económica S.C. Compendio Anual Estadístico. Septiembre 1989

El gasto del sector público, al igual que el del año anterior no disminuyó en las proporciones deseadas, quedando en 39.4 por ciento respecto del PIB básicamente por el pago de intereses y amortizaciones de la deuda externa.

Por el lado de los ingresos continuaron los ajustes a precios y tarifas del sector público que se iniciaron en 1983. Esta política fue de gran relevancia en la estrategia de generación de ingresos públicos por la dificultad que la misma recesión económica imponía para aumentar las tasas impositivas. Adicionalmente los ingresos provenientes de PEMEX disminuyeron por un ritmo de exportación menor al presupuestado.

Como consecuencia de lo anterior, el déficit público no disminuyó en la medida de lo programado. Este año también el financiamiento provino fundamentalmente de fuentes internas ante el nulo acceso a recursos del exterior. Esto condujo a una mayor participación del sector público en el uso de fondos prestables de la economía. El sistema bancario canalizó al gobierno recursos por \$1.1 billones de pesos, mientras que el financiamiento a través de valores gubernamentales ascendió a \$0.3 billones de pesos.

El financiamiento interno del banco central aunado al aumento de las reservas internacionales como consecuencia de la

restricción en las importaciones y a las depreciaciones cambiarias ocasionó que la reducción de la base monetaria fuera menor a lo previsto a principios de año. Adicionalmente el multiplicador bancario aumentó debido a la disminución de los depósitos de los bancos en el Banco de México como consecuencia de la reactivación económica.

CUADRO NO. II.19
RESERVAS INTERNACIONALES
MEXICO
1983 - 1990

AÑO	RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS (Millones de Dólares)
1983	4 933.2
1984	8 133.9
1985	5 805.5
1986	6 790.6
1987	13 714.9
1988	6 587.9
1989	6 859.5
1990	10 273.6

FUENTE: MACRO Asesoría Económica. Realidad Económica de México. México, 1992.

En el sector externo, aunque el superávit de la balanza comercial fue ligeramente inferior al de 1983, determinó el saldo positivo de la cuenta corriente que, a su vez, permitió la acumulación de reservas internacionales a pesar de pequeños déficit en la cuenta de capital y de errores y omisiones. Aún y con el aumento en el deslizamiento del tipo de cambio, el margen de subvaluación del tipo de cambio controlado se redujo de 11.4 por ciento en marzo a 1.5 por ciento en diciembre. 7/

II.D.3 1985

Este año se observó una desaceleración económica que se reflejó en un crecimiento del PIB menor al alcanzado en 1984 básicamente por una severa contracción crediticia y por el impacto negativo de la inflación sobre el nivel de compra de los consumidores. No obstante, en el primer semestre del año la economía presentó un gran dinamismo generado por el mayor

7/La base utilizada es septiembre de 1977 y sólo se considera el diferencial de inflación medida a través del Índice de Precios al Consumidor entre México y Estados Unidos, por ser el socio comercial más importante.

crecimiento del gasto público y la recuperación de la inversión privada.

CUADRO NO. II.20
INFLACION
1985

MES	INFLACION MENSUAL	INFLACION ANUAL	INFLACION ACUMULADA
Enero	7.4	60.8	7.4
Febrero	4.2	59.0	11.9
Marzo	3.9	58.4	16.2
Abril	3.1	56.5	19.8
Mayo	2.4	55.1	22.6
Junio	2.5	53.4	25.7
Julio	3.5	53.7	30.1
Agosto	4.4	56.0	35.8
Septiembre	4.0	57.6	41.2
octubre	3.8	58.0	46.5
Noviembre	4.6	59.8	53.3
Diciembre	6.8	63.7	63.7

FUENTE: MACRO Asesoría Económica S.C. Compendio Anual Estadístico. Septiembre 1989

El gasto del sector público aumentó aproximadamente dos puntos porcentuales como proporción del PIB respecto al año anterior, teniendo su explicación en las transferencias y subsidios junto con el pago de intereses de la deuda pública. Los ingresos, por su parte, se redujeron de 35.1 por ciento del PIB en 1984 a 33 por ciento en 1985 como consecuencia de la debilidad del mercado petrolero que determinó una caída en los ingresos públicos por este concepto de 9.7 por ciento del PIB en 1984 a 8.4 por ciento en 1985. Adicionalmente, los ingresos no petroleros también disminuyeron por la erosión en la recaudación tributaria provocada por la inflación y por algunos rezagos en el programa de ajuste a los precios y tarifas del sector paraestatal.

Como resultado del aumento en el gasto y la disminución en los ingresos, el déficit público observó una seria desviación (110 por ciento) respecto a lo presupuestado, al alcanzar la cifra de 9.9 por ciento como proporción del PIB. Este incremento en los requerimientos financieros del sector público propició, ante la escasez de créditos externos, una significativa utilización de recursos internos que desplazó, casi en forma total, al sector privado del mercado

crediticio. El sistema bancario se convirtió en el principal proveedor de fondos para el gobierno, lo que permitió el control sobre el crédito interno del Banco de México al sector público ante la instrumentación de la "Nueva Ley Orgánica" de dicho organismo puesta en vigor el primero de enero de ese año. Esta ley significó un cambio fundamental en el proceso de financiamiento del déficit, toda vez que limitó el monto de financiamiento interno que otorga el Banco Central.

En palabras del Informe del Banco de México de ese año, "En el curso del año, el Instituto Central adoptó varias medidas tendientes a contrarrestar el efecto sobre las reservas internacionales y el tipo de cambio, de la combinación de una demanda elevada de financiamiento y una oferta de ahorro decreciente. Dichas medidas se encaminaron a reducir el efecto monetario de la expansión del crédito y a aumentar la proporción del ahorro financiero interno canalizado hacia el sector público. Así, en marzo se decidió la colocación de bonos de regulación monetaria en la banca múltiple por un monto de \$250 mil millones de pesos."

Y continúa: "Cabe mencionar que el monto neto de recursos esterilizados fue, sin embargo, inferior a \$250 mil millones ya que entre el final de 1984 y el 15 de mayo de 1985 se vencieron depósitos de la banca en el Instituto Central que habían sido subastados en 1984 por un monto de \$100.8 mil millones de pesos. Esto hizo necesario en junio, un acuerdo mediante el cual la banca múltiple se comprometía a comprar del Banco de México valores gubernamentales por 35.2 por ciento de su captación en exceso del promedio registrado en junio.

En noviembre el Banco de México determinó que en el resto del año el financiamiento de la banca al sector privado no debería exceder el saldo registrado al terminar octubre y que el exceso de recursos disponibles por encima de dicho tope se debería invertir en valores gubernamentales a ser adquiridos en el Banco de México.

En cumplimiento de la nueva Ley Orgánica que lo rige a partir de 1985, en enero el Instituto central comunicó al H. Congreso de la Unión el saldo máximo que podría alcanzar durante el año su financiamiento interno. Dicho saldo se fijó en \$6.031 billones de pesos." 8/

La agresiva colocación de CETES ante las necesidades financieras del gobierno provocaron que las tasas de interés de estos instrumentos se elevaran significativamente e impulsaran a las tasas de interés bancarias a la alza. Sin embargo, la captación real del sistema bancario decreció 14.6 por ciento a pesar de otorgar rendimientos positivos en

términos reales. Esto, debido a que los diferenciales entre las tasas de CETES e instrumentos bancarios no se eliminaron y el tipo de cambio observó un comportamiento muy volátil. Lo anterior, aunado a las medidas de restricción crediticia adoptadas por el Banco de México, repercutieron sobre el financiamiento bancario al sector privado, observándose una disminución real de 7.9 por ciento a finales de año.

El sector externo, por su parte, observó un comportamiento poco favorable. Ante la ausencia de un sector exportador manufacturero consolidado y la debilidad del sector petrolero, las exportaciones totales sufrieron una caída nominal de alrededor de 11 por ciento. Las importaciones crecieron a una tasa de 20.3 por ciento, a pesar del menor incentivo que significó un mayor margen de subvaluación del tipo de cambio, gracias al dinamismo económico registrado principalmente en el primer semestre del año.

La combinación de la caída en las exportaciones y el incremento de las importaciones dio lugar a un superávit comercial casi 40 por ciento menor al de 1984. Esto, junto con el pesado servicio de la deuda externa y la fuga de capitales repercutió en una desacumulación de reservas internacionales de \$2 325 millones de dólares.

II.D.4 1986

La caída de los precios internacionales del petróleo significó una pérdida de alrededor de \$8 500 millones de dólares por concepto de exportaciones petroleras, que además de los consecuentes efectos sobre la balanza comercial implicó una fuerte caída en los ingresos tributarios del gobierno federal. Así, los ingresos públicos totales pasaron de representar 31.2 por ciento del PIB en 1985 a 30.3 por ciento del PIB en 1986.

Por otro lado se planteó la necesidad de realizar mayores reducciones en el gasto, así como continuar con la venta de empresas paraestatales que se había iniciado un año atrás. Finalmente se puso de manifiesto la importancia de fortalecer la estructura realista de precios y tarifas públicos para compensar la caída de los ingresos petroleros.

Las autoridades monetarias decidieron continuar con un manejo restrictivo del crédito y con una política de tasas de interés positivas en términos reales para por un lado, controlar el problema inflacionario y por el otro, evitar la dolarización o fuga de capitales de la economía.

Hacia finales del primer semestre del año la estrategia de política económica se formalizó dentro del marco del "Programa de Aliento y Crecimiento" (PAC) cuyo objetivo principal era la recuperación económica y paralelamente el

control de la inflación. Para ello se establecían cuatro canales de acción:

- * Mayores exportaciones no petroleras vía manejo del tipo de cambio.
- * Fomento a la inversión privada a través de una mayor disponibilidad de crédito y menores tasas de interés.
- * Fortalecimiento del mercado interno al incrementarse el consumo ante mayores salarios nominales reales y,
- * Reorientación de los recursos públicos hacia un mayor gasto de inversión, gracias a una nueva estrategia de deuda externa anunciada en febrero.

El gasto del sector público llegó a proporciones cercanas a las registradas en 1982, es decir, a 45.3 por ciento respecto al PIB. El componente del gasto corriente referente al pago de intereses de la deuda pública representó 5 por ciento del PIB en el caso de la externa y casi 12 por ciento de la interna ante las elevadas tasas de interés -internas y externas- observadas durante el año.

La conjunción de menores ingresos y el gasto del sector público repercutió en un déficit de 12.7 billones de pesos (16 por ciento del PIB), rebasando en casi 9 billones de pesos el presupuesto original.

Esta situación provocó mayores presiones sobre las fuentes internas de financiamiento, ya que a pesar de las negociaciones con la banca y organismos internacionales iniciadas en septiembre, no ingresaron al país en ese año capitales extranjeros en forma de deuda externa.

A lo largo del año continuó una fuerte transferencia de recursos del sistema financiero hacia el gobierno, donde el principal proveedor de fondos fue la banca comercial con una participación de 8.1 por ciento del PIB. Este resultado no obstante la baja de 15 puntos en la estructura del encaje legal llevada a cabo en el mes de junio. La contribución de los bonos, básicamente CETES, como mecanismo de financiamiento se incrementó de manera importante al pasar de 0.7 por ciento del PIB en 1985 a 2.6 por ciento en 1986.

Aún y con la gran cantidad de recursos que el sector público obtuvo por la vía de los créditos bancarios y la emisión de bonos, sus elevados requerimientos financieros hicieron necesario incrementar el crédito otorgado por el Banco de México. Esto ocasionó que la política monetaria nuevamente perdiera la independencia que desde un año antes había pretendido lograr a través de la "Nueva Ley Orgánica" del Banco de México y provocó que el crecimiento nominal de la base monetaria pasara de 17.5 por ciento en 1985 a 48 por ciento en 1986.

.El comportamiento del origen del dinero en circulación así como la tendencia ascendente de los multiplicadores monetarios ante mayores expectativas inflacionarias fueron las causas de los incrementos de los agregados monetarios. De acuerdo a la nueva definición presentada en el Informe Anual del Banco de México de 1987, M1 (billetes y monedas más cuentas de cheques en moneda nacional, más cuentas de cheques en moneda extranjera) observó un incremento nominal de 72 por ciento y M4, que incluye todos los activos financieros, de 104.4 por ciento. Por su parte, la inflación anual llegó a 105.7 por ciento en diciembre.

CUADRO NO. II.21
INFLACION
1986

MES	INFLACION MENSUAL	INFLACION ANUAL	INFLACION ACUMULADA
Enero	8.8	65.9	8.8
Febrero	4.4	66.4	13.7
Marzo	4.6	67.6	19.0
Abril	5.2	71.1	25.2
Mayo	5.6	76.4	32.1
Junio	6.4	83.2	40.6
Julio	5.0	85.8	47.6
Agosto	8.0	92.3	59.4
Septiembre	6.0	96.0	69.0
octubre	5.7	99.6	78.6
Noviembre	6.8	103.7	90.7
Diciembre	7.9	105.7	105.7

FUENTE: MACRO Asesoría Económica S.C. Compendio Anual Estadístico. Septiembre 1989

La escasa competitividad de los instrumentos bancarios como resultado de menores rendimientos reales y poca liquidez en comparación con activos financieros como los CETES fue la razón de que la captación real disminuyera 11.4 por ciento. Esto, en adición a las necesidades de financiamiento del gobierno, impidió liberar mayores recursos hacia el sector privado, disminuyendo significativamente la disponibilidad de fondos durante el año.

En lo que se refiere al sector externo y no obstante la caída nominal de casi 28 por ciento en las exportaciones totales, se logró un cambio estructural importante en su composición. La caída nominal de las exportaciones petroleras fue de 57 por ciento mientras que las no petroleras se incrementaron casi 40 por ciento.

Las importaciones, por su parte, se redujeron 14.7 por ciento respecto de 1985 como consecuencia del bajo ritmo de actividad económica y la devaluación del tipo de cambio. Sin embargo, la cuenta corriente mostró un déficit de casi \$1 309 millones de dólares explicado por el comportamiento de las exportaciones petroleras y los egresos por concepto de intereses de la deuda externa.

Pese a lo anterior, en 1986 la balanza de pagos registró una acumulación de reservas internacionales de \$985 millones de dólares gracias a la devaluación del tipo de cambio y a la política monetaria. Es decir, la restricción crediticia junto con los altos rendimientos reales ofrecidos por diversos instrumentos en moneda nacional produjeron una repatriación de capitales de alrededor de \$1 300 millones de dólares.

II.D.5 1987

Después de la pérdida de ingresos petroleros sufrida en 1986 la política económica tuvo que adaptarse a situaciones muy cambiantes. El PIB, que en términos reales disminuyó 4 por ciento en 1986 creció 1.4 por ciento en 1987 y la actividad económica estuvo sujeta a fuertes presiones inflacionarias, resultantes en gran medida de la aguda depreciación cambiaria que se instrumentó como consecuencia de la pérdida petrolera.

CUADRO NO. II.22
INFLACION
1987

MES	INFLACION MENSUAL	INFLACION ANUAL	INFLACION ACUMULADA
Enero	8.1	104.3	8.1
Febrero	7.2	109.8	15.9
Marzo	6.6	113.7	23.6
Abril	8.7	120.9	34.4
Mayo	7.5	125.0	44.5
Junio	7.2	126.7	55.0
Julio	8.1	133.4	67.5
Agosto	8.2	133.9	81.2
Septiembre	6.6	135.2	93.1
octubre	8.3	141.0	109.2
Noviembre	7.9	143.6	125.8
Diciembre	14.8	159.2	159.2

FUENTE: MACRO Asesoría Económica S.C. Compendio Anual Estadístico. Septiembre 1989

El crecimiento real de la intermediación financiera durante los primeros nueve meses del año incrementó la disponibilidad de financiamiento para el sector privado a partir de la segunda mitad del año.

En lo referente a las finanzas públicas hubo avances importantes respecto al año anterior. Se presentó una reducción de 5.5 por ciento en el valor real del gasto programable (salarios, transferencias) y un incremento de 35 por ciento en el precio real promedio del petróleo de exportación.

El comportamiento de la cuenta de capital de la balanza de pagos también fue positivo, al arrojar un ingreso neto de divisas por \$1 199 millones de dólares, saldo que resultó de un endeudamiento neto del sector público de \$505 millones de dólares, ingresos por inversión extranjera directa por \$3 248 millones y un aumento de los activos del exterior por \$2 554 millones de dólares.

Un factor importante en la evolución favorable de la cuenta de capital fue la política de tasas de interés. Con el fin de fomentar la captación de recursos necesaria para cubrir requerimientos financieros de los sectores público y privado y alentar la repatriación de capitales, en 1986 y en particular durante el segundo semestre de 1987, se elevaron las tasas reales de interés pagadas por instrumentos del sistema financiero nacional.

En este año el saldo real de la base monetaria se redujo 34.3 por ciento, debido principalmente al bajo crecimiento de la captación de ahorro bancario. El financiamiento neto otorgado por el Banco Central disminuyó \$18.197 billones de pesos y los activos internacionales del Banco de México se elevaron \$6.924 mil millones de dólares. Estas variaciones obedecieron al aumento en la oferta interna de fondos prestables, lo que permitió cubrir los requerimientos crediticios del sector público con una menor participación directa del Banco de México en el financiamiento al gobierno. El flujo de crédito otorgado por el banco de México al sector público aumentó \$3 000 millones de pesos, con lo que el valor real del saldo a diciembre y respecto al mismo periodo del año anterior disminuyó 61.4 por ciento.

La colocación de valores del gobierno, en especial de CETES fue mucho más activa que la captación a través de instrumentos de ahorro bancarios. El saldo real de estos últimos disminuyó 6.4 por ciento mientras que el de los CETES se elevó 51.5 por ciento. Durante 1987 los requerimientos financieros del sector público, medidos a través de sus fuentes de financiamiento, totalizaron 29.6 billones de pesos, lo que representa 15.1 puntos del PIB.

El sector público obtuvo financiamiento interno por \$21.0 billones de pesos y financiamiento externo por 2.8 billones de pesos. El gobierno federal reconoció pasivos externos de la banca comercial por \$1.7 billones de pesos. En lo referente al financiamiento interno, el Banco de México otorgó recursos por \$1.6 billones de pesos. El financiamiento neto directo al sector público por parte de la banca de desarrollo fue -0.7 billones de pesos, mientras que el de la banca comercial ascendió a \$11.4 billones de pesos. El financiamiento a través de la compra de valores del sector público alcanzó \$8.7 billones de pesos.

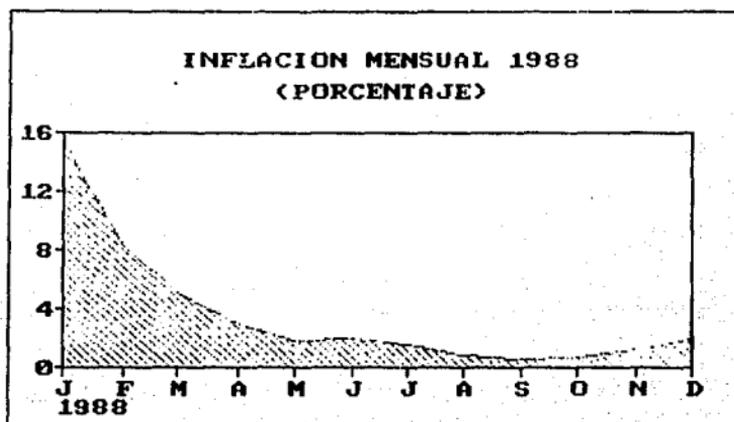
Finalmente, la canalización de recursos al sector privado y social por parte de la banca de desarrollo y la intermediación financiera fue de \$41 billones de pesos.

A pesar de la existencia de un superávit primario de \$9.6 billones de pesos (4.9 por ciento del PIB), y de un superávit operacional de 2.2 billones de pesos (1.1 por ciento del PIB) la política de ajuste gradual enfrentó muchas limitaciones. El deterioro de los términos de intercambio respecto de la década anterior, así como el escaso dinamismo del ahorro financiero interno y la falta de crédito externo neto, dificultaron cada vez más el control de la inflación. A los factores anteriores se sumó la caída de la Bolsa Mexicana de valores y la depreciación de la paridad cambiaria, por lo que resultó indispensable una estrategia que atacara la "inercia" inflacionaria, que fundamentalmente estaba alimentada por las mismas expectativas del público en general.

II.D.6 1988

El mecanismo de corrección de los desequilibrios existentes en 1988 se encontró con el Pacto de Solidaridad Económica (PASE), cuyo objetivo primordial era el abatimiento de la inflación.

GRAFICA II.3



La primera fase del Pacto se inició el 15 de diciembre de 1987 y se guió básicamente a través del manejo de políticas fiscales y monetarias restrictivas, es decir, reducción de la demanda agregada partiendo de una posición de reservas internacionales más fuerte que en los años anteriores.

Con el objetivo de disminuir el desequilibrio financiero del gobierno se anunciaron drásticos recortes en el gasto público y se incrementaron hasta en 85 por ciento algunos precios y tarifas del sector público.

Se instrumentó una política sumamente astringente a través de una fuerte contracción crediticia, con el fin de "secar" la liquidez y disminuir las presiones inflacionarias por el lado de la demanda. Como resultado de esto y para incentivar el ahorro en moneda nacional, evitando presiones cambiarias, las tasas de interés nominales aumentaron significativamente (las de CETES a 28 días pasaron de niveles de 122.5 por ciento anual en diciembre de 1987 a 157.6 por ciento en enero de 1988).

También, dentro de un proceso de alineación de precios relativos se otorgó un incremento salarial de 38 por ciento entre diciembre de 1987 y enero de 1988, y el tipo de cambio controlado se devaluó 22 por ciento.

Originalmente se pensó mantener los precios fijos en enero y febrero para comenzar un proceso formal de "indización prospectiva" a partir de marzo. Es decir, bajo el supuesto de que la inflación iría hacia la baja, los salarios se ajustarían mensualmente en función del incremento esperado en una canasta básica, al igual que los precios y tarifas del sector público. Con el tipo de cambio se seguiría una política de deslizamiento "flexible" que apoyara una disminución rápida de la inflación y asegurara la competitividad de la planta productiva.

En febrero se anunciaron nuevas medidas:

1. Tres por ciento de aumento salarial a partir de marzo
2. Congelamiento virtual de los precios y tarifas del sector público, del tipo de cambio y de los precios controlados.

Adicionalmente se anunciaron drásticas caídas en las tasas de interés que por una parte, dada la baja en la inflación, otorgarían rendimientos reales mayores y por otra, permitiría continuar con el saneamiento de las finanzas públicas a través del descenso en el déficit financiero.

En abril y mayo continuaría el congelamiento de los principales precios de la economía, incluido el salario mínimo. De la misma manera, continuaría la caída de las tasas de interés ante una inflación cada vez menor, con el fin de permitir ajustes mayores en la disminución del déficit financiero del gobierno.

A finales de mayo se amplió una vez más el congelamiento de precios y tarifas públicas y controlados, tipo de cambio y salarios.

En agosto se firmó una cuarta fase del Pacto hasta el último día del sexenio de Miguel de la Madrid. Los principales acuerdos fueron:

1. Mantener sin variación los precios y tarifas de los bienes y servicios del sector público, el salario mínimo y el tipo de cambio.
2. Eliminación del Impuesto al Valor Agregado a los alimentos procesados y medicamentos que estaban gravados con una tasa de 6 por ciento.
3. Desgravación en 30 por ciento el pago del Impuesto Sobre la renta a las personas físicas con ingresos equivalentes hasta cuatro veces el salario mínimo general.
4. Se recomendó a productores y comerciantes que redujeran el precio de sus artículos, de modo tal que en promedio ponderado se generara una disminución de 3.0 por ciento respecto a los que rigieron entre el 7 de julio y el 7 de agosto de 1988.

En esta fase del Pacto se presentaban principalmente dos alternativas: continuar con la congelación o iniciar el proceso de liberalización de precios. Aunque todos los pronósticos se dirigían a la segunda opción, se decidió por la primera para evitar presiones en los costos y en el mercado cambiario que pusieran en peligro los avances obtenidos.

Para compensar los efectos de mantener inalterado el salario mínimo se prefirió adoptar reducciones en los impuestos, mismas que incrementarían en alguna forma el poder adquisitivo de los trabajadores, sin traducirse en costos mayores para las empresas que, sin embargo, afectarían negativamente al déficit público por la consecuente caída en los ingresos.

El resultado más importante del Pacto fue, evidentemente, la drástica caída en el ritmo de inflación, que pasó de una tasa mensual del 15 por ciento en enero a tasas de alrededor de 1 por ciento hacia finales del año. En términos anuales la inflación disminuyó 108 puntos porcentuales al caer de 159.2 por ciento en 1987 a 51.7 por ciento en 1988.

CUADRO NO. II.23
INFLACION
1988

MES	INFLACION MENSUAL	INFLACION ANUAL	INFLACION ACUMULADA
Enero	15.5	176.8	15.5
Febrero	8.3	179.7	25.1
Marzo	5.1	175.8	31.5
Abril	3.1	161.4	35.5
Mayo	1.9	147.8	38.2
Junio	2.0	135.8	41.0
Julio	1.7	121.8	43.3
Agosto	0.9	106.9	44.7
Septiembre	0.6	95.2	45.5
octubre	0.8	81.6	46.6
Noviembre	1.3	70.5	48.6
Diciembre	2.1	51.7	51.7

FUENTE: MACRO Asesoría Económica. Realidad Económica de México. México, 1992.

A su vez, el descenso en la inflación permitió una drástica caída en las tasas de interés nominales, que en el caso de los CETES a 28 días pasaron de 157.6 por ciento anual en enero a 40.3 por ciento en julio y 52.3 por ciento en diciembre. Sin embargo, las tasas nominales no disminuyeron con la misma rapidez que la inflación, por lo que las tasas en términos reales se mantuvieron muy elevadas a lo largo del año. Esto con el propósito de ofrecer un "premio al riesgo" lo suficientemente atractivo para el público ahorrador, dadas sus expectativas de devaluación.

El congelamiento del tipo de cambio provocó una disminución en el margen de subvaluación. Tomando como base septiembre de 1977, ésta cayó de 24.5 por ciento en el mes de enero de 1988 a 8.4 por ciento en el mes de diciembre. Mucho se comentó el impacto negativo que esto tendría sobre las exportaciones no petroleras. Sin embargo, todavía hasta el mes de septiembre éstas continuaron mostrando un comportamiento muy favorable y la baja registrada en el último trimestre del año puede explicarse por la combinación de dos factores: que no se registraron todas las ventas al exterior para guardar los dólares ante expectativas de una próxima devaluación y que un mercado interno todavía dinámico absorbió gran parte de la producción.

Las exportaciones petroleras registraron una tendencia descendente ante la caída en el precio del petróleo en los

mercados internacionales. Por lo tanto, las exportaciones totales descendieron 3.2 por ciento respecto a 1987. En lo que respecta a las importaciones, su dinamismo fue significativamente elevado. Entre las causas que lo propiciaron, además de la menor subvaluación, destacan tres: la apertura comercial; el retraso en la recesión económica que se esperaba desde la implantación del Pacto y; la acumulación de inventarios que muchas empresas llevaron a cabo ante expectativas de una devaluación o cambios en la política comercial.

Como resultado del comportamiento de las exportaciones y las importaciones, la balanza comercial sufrió un deterioro muy importante. De un superávit mayor a los \$550 millones de dólares en enero pasó a \$1.3 millones en agosto para convertirse en una balanza deficitaria. Esto, junto con una cuenta de capital también deficitaria dio como consecuencia una desacumulación de reservas internacionales brutas del orden de los \$5 800 millones de dólares.

En lo que se refiere a las finanzas públicas, los logros fueron muy importantes, aunque no en la medida que se esperaba. El superávit primario que representa la diferencia entre los ingresos y los gastos no financieros del sector público pasó de 4.3 por ciento del PIB en 1987 a 6.2 por ciento en 1988.

Por su parte, el déficit financiero que representa los requerimientos totales del gobierno ya que contabiliza el pago nominal de los intereses, tanto externos como internos, disminuyó de 16.1 por ciento respecto al PIB en 1987 a 12.4 por ciento en 1988. En este caso tampoco se alcanzó la meta original (9.9 por ciento) debido por una parte, a que el superávit primario fue menor al esperado y por otra, a que el pago de intereses también fue superior al presupuestado pues los internos no cayeron lo suficiente y los externos, ante el aumento en las tasas internacionales, se incrementaron.

El financiamiento de los requerimientos financieros del sector público, ante la escasez del crédito externo, se realizó a través de fuentes internas. De éstas, aproximadamente el 36 por ciento fue vía valores gubernamentales, básicamente CETES, el 36 por ciento lo otorgó el Banco de México y el 11 por ciento restante la banca comercial y de desarrollo.

Finalmente y pese a las políticas fiscal y restrictiva del PASE aunadas a un decrecimiento de 12.6 por ciento en el salario mínimo real (base enero de 1986), no se registró la recesión que se esperaba: el Producto Interno Bruto inclusive creció 0.2 por ciento en el año. Lo anterior se explica básicamente por tres factores. Primero, las tasas de interés tan elevadas en términos reales fortalecieron el poder de compra de la gente, repercutiendo en un mayor consumo. En

segundo, el gasto público no bajó en la magnitud esperada y por lo tanto, generó presiones expansionistas sobre la demanda agregada. Y en tercero, ante la incertidumbre respecto a lo que sucedería con la economía a partir de diciembre, se realizaron compras adelantadas que también provocaron presiones expansivas sobre la demanda.

II.D.7 1989

En 1989 se puso de manifiesto un hecho que venía presentándose desde años atrás. Ante la existencia de un mercado crediticio informal que venía creciendo considerablemente, se hizo necesaria la simultánea liberación de las tasas de interés pasivas y de los regímenes de canalización obligatoria de crédito para la banca. Los encajes y topes de crédito que el Banco Central venía empleando desde hacía muchos años, incidían únicamente sobre la actividad bancaria tradicional.

Para ello, y a fin de que las tasas reaccionaran con flexibilidad a las condiciones de oferta y demanda de recursos prestables, se tomaron otras medidas adicionales: "En primer lugar se amplió a los recursos captados mediante los instrumentos bancarios tradicionales el régimen de inversión que a partir de octubre del año anterior venía aplicándose a las aceptaciones bancarias. En segundo lugar, simultáneamente se eliminó la fijación por el Banco de México de las tasas máximas de interés pagaderas sobre los instrumentos bancarios tradicionales. Paralelamente a estas medidas, se tomó la determinación de que los financiamientos al gobierno que aún subsistían por concepto de inversión obligatoria de los recursos captados a través de los instrumentos bancarios tradicionales, fueran canjeados en su totalidad por valores gubernamentales. También se acordó que las tasas de rendimiento para los depósitos en Banco de México se establecieran en función de la tasa corriente de los títulos de deuda pública." 9/

La política monetaria se caracterizó este año por tres factores decisivos:

1. EXPANSION DEL GASTO PRIVADO. Con ello, disminuyó el excedente de los depósitos del sector privado en el sistema financiero, o lo que es lo mismo, se presentó una oferta neta de recursos del sector privado a los mercados financieros menor.

Así, el sector privado pasó de ser un acreedor neto a convertirse en un oferente neto de gran importancia de recursos prestables. "Hasta 1989, la oferta neta de fondos prestables por parte del sector privado se derivó primordialmente de una continua reducción relativa del

crédito a dicho sector. Este fenómeno dio lugar a que el saldo promedio anual del financiamiento de la banca comercial al sector privado pasara de 19.5 por ciento del PIB en 1971 a 11.6 por ciento en 1982 y a sólo 7.2 por ciento en 1988. Esta contracción facilitó el financiamiento de los desequilibrios presupuestales a lo largo de buena parte de los años ochenta (especialmente de los pagos de intereses sobre la deuda pública), y durante ciertos lapsos incluso la acumulación de activos internacionales por parte del Banco Central. En 1989, sin embargo, el fuerte repunte del gasto privado contribuyó a que la participación en el PIB del saldo promedio del financiamiento de la banca al sector privado aumentara a 11.5 por ciento.

2. **LIBERACIÓN DEL REGIMEN DE INTERMEDIACION BANCARIA.** Este año concluyó un proceso gradual en el que se otorgó a la banca libertad para determinar las tasas de interés y los plazos del grueso de sus operaciones pasivas, así como para invertir a discreción los recursos provenientes de esas operaciones con el único requisito de mantener un coeficiente de liquidez. Los requisitos para llevar a cabo dichas disposiciones se efectuaron con anterioridad:

a). Un mercado amplio de valores públicos: si el sector público requiere montos significativos de crédito interno y no existe un mercado sustancial de valores públicos, dicho crédito tiene que venir de la banca, usualmente a través del establecimiento de requisitos de canalización obligatoria de recursos al sector público.

b). Saneamiento de las finanzas públicas desde 1983: en un contexto de cuantiosos déficit fiscales es difícil para el gobierno prescindir del financiamiento obligatorio otorgado por las instituciones de crédito.

3. **POLITICA CAMBIARIA DE DESLIZAMIENTO MODERADA.** La importancia de este factor reside en que limitó el crédito primario del Banco Central. En palabras del Banco de México: "Como es bien sabido, con la reducción de las barreras al comercio exterior, la adopción de una fórmula de deslizamiento nulo o moderado del tipo de cambio se convirtió a partir de 1988 en un instrumento fundamental para reducir el ritmo de crecimiento de los precios. Sin embargo, dicha fórmula sólo podía resultar viable a condición de que un manejo congruente de los instrumentos de política financiera y presupuestal evitara una continua disminución de las reservas internacionales del Banco Central. En particular, el crédito primario del Banco Central no podría aumentar desmedidamente." 10/

Dentro de la política monetaria de este año no puede dejar de mencionarse la evolución de los agregados monetarios. El

10/Ibidem. Pág. 31

crecimiento de la captación de la banca realizada por cuenta de terceros fue en gran medida canalizado hacia los instrumentos de deuda pública, principalmente los Bondes. Con ello, la participación de los Bondes en el saldo del agregado monetario M4 pasó de 9.1 por ciento en diciembre de 1988 a 21.8 por ciento en junio de 1989. En contrapartida, la participación de los Cetes en el agregado M4 disminuyó de 13.9 por ciento en diciembre de 1988 a 9.7 por ciento en junio de 1989. Esta modificación en la composición de la deuda pública interna permitió alargar considerablemente el plazo promedio de ésta, al pasar de 111 días en diciembre de 1988 a 238 días en junio de 1989.

De acuerdo al ya mencionado Informe Anual del Banco de México, "La captación a través de los instrumentos considerados dentro del agregado M4 fue canalizada primordialmente hacia los instrumentos de deuda pública en virtud de que, desde el inicio del año, la banca contó con una liquidez suficiente para atender la demanda de crédito del sector privado sin necesidad de incrementar en forma significativa su propia captación. Dicha liquidez provino de dos fuentes. En primer lugar, durante noviembre y diciembre de 1988, la banca comercial recuperó montos importantes de recursos que antes tenía invertidos obligatoriamente en depósitos en el Banco de México y en créditos al Gobierno Federal. Esta recuperación fue consecuencia de la liberación del régimen de inversión de los recursos captados mediante aceptaciones bancarias, y de la eliminación del límite hasta entonces vigente para la emisión de éstas. Como resultado de dicha liberación, el pasivo derivado de las aceptaciones ya sólo tendría que estar correspondido en un 30 por ciento por Cetes, Bondes, y/o depósitos de efectivo a la vista con interés en el Banco de México.

En segundo lugar, a partir de abril de 1989 la inversión de los recursos captados mediante instrumentos tradicionales quedó sujeta al mismo régimen de inversión aplicable a las aceptaciones bancarias. Esta medida determinó que la banca tuviera una disponibilidad adicional de liquidez para atender los requerimientos de crédito del sector privado, sin necesidad de incrementar su captación de recursos a través de sus pasivos propios. Por otra parte, esa medida determinó la necesidad de incrementar la colocación directa de deuda pública con la finalidad de compensar la reducción de los financiamientos bancarios al Gobierno que se derivó de la liberación de los requisitos de canalización obligatoria del crédito bancario. El monto total de la deuda pública interna permaneció inalterado en lo fundamental a raíz de esta operación." 11/

En este año se emitieron por primera vez dos nuevos instrumentos de deuda pública: el Bono de la Tesorería de la

Federación (Tesobonos) y el Bono Ajustable del Gobierno Federal (Ajustabono). El primero es un instrumento con plazos de seis meses o menos indizado al tipo de cambio libre mientras que el segundo ajusta su rendimiento nominal de acuerdo al movimiento del Índice Nacional de Precios al Consumidor, con un vencimiento de tres años. Con ellos, se limitó el riesgo cambiario e inflacionario asumido por los ahorradores.

La desaceleración del ritmo inflacionario, el repunte de la actividad productiva y el alza en el precio internacional del petróleo, incidieron favorablemente sobre el comportamiento de las finanzas públicas. Sin embargo, un mayor nivel promedio de las tasas de interés externas y la escasez de crédito neto del exterior tuvieron efectos adversos. Asimismo, a pesar del acuerdo en principio a que se llegó en el mes de julio con los acreedores bancarios del exterior, todavía no fue posible recibir durante 1989 los efectos benéficos directos de la renegociación de la deuda pública externa.

No obstante que el déficit fiscal fue inferior al previsto, al no contarse con crédito externo neto para su financiamiento, hubo necesidad de recurrir con mayor intensidad a los mercados internos. Al ser el costo del crédito interno muy superior al del externo, el cambio en la composición del financiamiento al sector público ejerció una presión continua sobre el déficit financiero y el operacional. Sin embargo, como el sector público consiguió generar un superávit primario económico (8.3 por ciento del PIB) significativamente mayor que el de 1988, fue posible mitigar los efectos de la restricción impuesta por la ausencia de financiamiento externo.

Los ingresos del Gobierno Federal se beneficiaron de diversas medidas adoptadas para ampliar la base gravable por impuestos: el impuesto al activo de las empresas entre otras.

No obstante la mejoría de los ingresos, para alcanzar los resultados deseados fue necesario conservar una estricta disciplina presupuestal, y se continuó con el proceso de desincorporación de entidades públicas.

II.D.8 1990

El mercado financiero estuvo muy influido por el clima de confianza que prevaleció en la economía, mismo que propició cuantiosas entradas de capital, aumentos en los activos financieros y disminuciones de las tasas de interés nominales y reales.

El aumento de los activos financieros fue consecuencia de una mayor demanda del público, tanto de activos monetarios como no monetarios. En virtud de que el saldo del crédito neto del

Banco de México se contrajo en el año, la demanda real de activos financieros por parte del público se satisfizo a través de la importación de capital, fenómeno que contribuyó a la acumulación de reservas internacionales y por ende, a la expansión de los agregados monetarios.

CUADRO NO. II.24
AGREGADO MONETARIO M1
(VARIACIONES PORCENTUALES RESPECTO AL MISMO PERIODO DEL AÑO ANTERIOR)

AÑO	TRIMESTRES			
	I	II	III	IV
1989	41.2	23.2	23.3	30.6
1990	40.1	50.5	44.8	64.6

FUENTE: Banco de México. Informe Anual 1990

En este año se presentó también un cambio en la estructura de los activos financieros, incrementándose la participación relativa de los valores gubernamentales en poder del público. Esto ocurrió a consecuencia de la política de ventas de mercado abierto aplicada por el Banco Central tendiente a "esterilizar la monetización de las entradas de capital".

Además de ese factor, otros que permiten explicar la reducción del saldo del crédito neto del Banco de México son el ajuste de las finanzas públicas y la pronunciada disminución en las tasas de interés que permitieron reducir los requerimientos crediticios del sector público.

CUADRO NO. II.25
TASAS DE INTERES

MES	PAGARES CON RENDIMIENTO LIQUIDABLE AL VENCIMIENTO		
	1 MES	3 MESES	6 MESES
Enero	37.75	33.49	27.32
Febrero	41.29	33.76	27.32
Marzo	42.30	34.06	27.32
Abril	41.02	34.06	27.32
Mayo	34.35	31.95	27.30
Junio	28.76	29.12	26.63
Julio	27.10	27.59	26.22
Agosto	25.89	26.83	25.86
Septiembre	26.25	27.64	25.82
Octubre	25.53	26.72	25.11
Noviembre	22.13	22.93	22.10
Diciembre	22.73	22.65	21.34

FUENTE: MACRO Asesoría Económica S.C. Realidad Económica de México 1992.

Como se observa, la caída en los niveles de las tasas de interés no fueron continuas a lo largo del año. Antes del acuerdo de reestructuración de la deuda pública externa, la demanda del sector público para el financiamiento de su déficit, la necesidad de financiar parcialmente con recursos internos la compra de garantías para los bonos nuevos con que se sustituyó a la deuda externa existente hasta ese momento dada la restricción de crédito externo y el pago anticipado de algunos intereses como requisito previo a la reestructuración, presionaron a la alza las tasas de interés. En este sentido también influyeron la alta inflación de los primeros tres meses del año y el alto financiamiento al sector privado.

Al concretarse el acuerdo sobre la deuda externa la respuesta del público fue favorable. Así, a pesar de la reducción de las tasas de interés, el saldo real de los activos financieros en su poder tuvo un crecimiento considerable. El sector público continuó ajustando su balance primario, no obstante la caída en el precio del petróleo. De hecho, la demanda de recursos financieros por parte del sector público pudo ser atendida gracias a la mayor captación financiera.

La reprivatización de la banca ayudó a la baja en las tasas de interés, es decir, por las expectativas que generó. Adicionalmente, el aumento de los ingresos del sector público derivado del sustancial incremento del precio internacional

del petróleo, propició una reducción de su déficit financiero. La demanda privada de activos financieros continuó aumentando en virtud de la mejoría de las expectativas. La captación global fue suficientemente alta como para atender los requerimientos financieros del sector público y del sector privado y además, permitir una importante acumulación de reservas internacionales.

Mientras el sector público se financiaba en el mercado primario, el Banco de México efectuaba ventas cuantiosas de valores públicos en el mercado abierto a fin de "esterilizar" la monetización de las entradas de capital. 12/

En 1990 se superaron las metas de la política fiscal, con lo que se continuó avanzando con el saneamiento de las finanzas públicas. Los requerimientos financieros totales del sector público se redujeron como proporción del PIB por las menores erogaciones por concepto de intereses y por el superávit primario generado.

El superávit primario reflejó aumentos en el ingreso y en el gasto primarios. Con respecto a éste último es importante señalar que se logró un cambio muy importante en la estructura del gasto programable a favor del gasto en inversión y bienestar social.

CAPITULO III UNA ESTIMACION DE LA MONETIZACION DEL DEFICIT EN MEXICO PARA EL PERIODO 1968 - 1988

Una vez presentada la evolución macroeconómica reciente del desarrollo de la economía mexicana y habiendo considerado algunos de los factores teóricos y prácticos del financiamiento del déficit público, en el presente capítulo realizaremos una estimación empírica de la monetización del déficit público en nuestro país para el periodo 1968-1988.

La razón para analizar veinte años corresponde básicamente a requisitos econométricos. Veinte observaciones son suficientes para no distorsionar los resultados de las regresiones y adicionalmente, es un periodo reciente pero no tan cercano como para caer en errores de interpretación históricos. En historiografía, algunas veces analizar el año en que se vive tiene más complejidad que estudiar la historia de dos años atrás, toda vez que en retrospectiva la mente enfoca nuevos caminos de análisis que pudieron pasar por alto el calor de la participación directa.

Otra razón de peso es que a partir de 1989 la política monetaria cambió radicalmente. Como observamos en el capítulo anterior, a partir de ese año se liberaron las tasas de interés y los regímenes de encaje legal, sustituyéndose éstos por un "coeficiente de liquidez".

En este capítulo, en primer lugar nos referiremos a ciertos estudios econométricos realizados para la economía estadounidense, que al igual que nuestro ejercicio, investigaron la relación entre el déficit y el incremento en la creación de dinero vía crédito interno. Esta información nos permite no solamente contar con un marco comparativo en el cual englobar nuestros resultados, sino que simultáneamente nos ayudó a determinar las variables que utilizamos en nuestras propias regresiones econométricas.

Los trabajos en este sentido para la economía de nuestro país no abundan. Entre los pocos, se encuentra uno que bajo el auspicio del Instituto Tecnológico Autónomo de México realizaron Pedro Aspe y Carlos Jarque en 1983. Traerlo como referencia nos permitió, de una manera más específica, entender las variables económicas de las que depende la oferta monetaria en México, y la importancia del financiamiento del déficit para su determinación. Asimismo consideramos que este modelo incorpora mejor que otros las características y restricciones del financiamiento del déficit del sector público en México.

Finalmente presentamos los resultados econométricos obtenidos de las ecuaciones estimadas para el periodo de referencia.

III.A EVIDENCIA EMPIRICA SOBRE LA MONETIZACION

A pesar de que los estudios econométricos sobre la reacción del banco central frente a cambios en la política fiscal realizados en Estados Unidos se remontan a varios años atrás, la evidencia obtenida no arroja conclusiones determinantes dado que los resultados de los diferentes trabajos han obtenido diversas y variadas conclusiones. Esta afirmación también es válida para las investigaciones que pretendían demostrar si los déficit por sí mismos aumentan el crecimiento del dinero vía monetización.

Las primeras investigaciones sobre el tema de la monetización las realizaron Barro y Niskanen, en 1978. Ambos llegaron prácticamente a la misma conclusión partiendo del mismo periodo de análisis: el tamaño del déficit poco tiene que ver con el incremento en la cantidad de dinero en la economía. 1/

El periodo considerado por Barro comprendió de 1941 a 1976. En su estimación utilizó observaciones anuales y una ecuación que dividía el crecimiento del dinero en dos componentes: en el primero el público anticipaba el crecimiento y en el segundo lo desconocía. Encontró que cuando incluía en su regresión la variable del déficit obtenía una relación inversa entre el déficit y la creación del dinero, sugiriendo que posiblemente los déficit incluso disminuían el crecimiento del dinero.

Sin embargo, cuando omitió la variable del gasto del gobierno, el coeficiente del déficit arrojó el signo esperado. Finalmente, es importante señalar que los coeficientes estimados para el déficit en las regresiones de Barro cambiaban sustancialmente cuando se excluían de la muestra los años de la guerra (1941-1945).

Niskanen utilizó datos anuales de 1948 a 1976 y trató de explicar el crecimiento de la base monetaria mediante el uso de las variables rezagadas del Producto Interno Bruto y los precios como reflejo de objetivos de estabilización del gobierno y por último, el déficit presupuestal. Es decir:

$$Y_t = x_{t-1} + x_{2t-1} + x_3 \quad (1)$$

Donde:

- Y_t = Crecimiento de la base
- x_t = Producto Interno Bruto rezagado
- x_{2t-1} = Inflación rezagada un periodo
- x₃ = Déficit presupuestal del gobierno.

1/Barro, Robert J., "On the Determination of the Public Debt", Journal of Political Economy. Octubre de 1979. Pp. 940-971.

A pesar de que los resultados de su regresión son bastante pobres en términos de estadísticos, a diferencia de la ecuación de Barro se obtiene tanto un coeficiente significativo así como el signo correcto para la variable del déficit.

Niskanen encontró que cuando incluía una variable "muda" en el periodo 1967 - 1976 el coeficiente del déficit se hacía considerablemente pequeño e insignificante. 2/

Hamburger y Zwick en 1981 utilizaron el gasto del gobierno y el déficit presupuestal para un periodo que iba de 1954 a 1976. Consistentemente con los resultados obtenidos previamente por Barro, el coeficiente de la variable de gasto resultó de 1.09 (con un estadístico t de 2.2) y un coeficiente de -0.26 (con un estadístico t de 0.6) para el déficit:

$$M = C + 1.09 Gt - 0.26 Dg \quad (2)$$

Donde:

M = Monetización
C = Constante
Gt = Gasto del Gobierno
Dg = Déficit Presupuestal

Posteriormente Hamburger y Zwick acortaron el periodo de tiempo analizado, considerando solamente los años de 1961 a 1976, y los resultados cambiaron drásticamente: El coeficiente de la variable gasto del gobierno cayó a 0.18 (con lo que se convirtió en poco significativa), mientras que el coeficiente del déficit presupuestal aumentó a 0.92 (con un estadístico t de 1.9).

Estos resultados demuestran la enorme sensibilidad de los mismos respecto de los periodos de prueba seleccionados, toda vez que el comportamiento ha sido siempre el mismo. Lo anterior podría manifestar inestabilidad estructural.

Posteriormente Blinder realizó pruebas sobre la monetización dividiendo su estudio en subperiodos que abarcaron de 1949 a 1981.3/ Después de varias pruebas con diferentes subperiodos, las variables que mejor explicaron la relación estudiada fueron la variable rezagada de la inflación y la tasa de crecimiento real del gasto del gobierno federal:

2/Niskanen, W.A., "Deficits, Government Spending, and Inflation: What is the Evidence?". Journal of Monetary Economics. Agosto de 1978. Pp. 591-602.

3/Blinder, Alan. "On the Monetization of Deficits". Journal of Public Economy 2. November 1982. Pp. 40-68.

$$Y_1 = y_0 + y_1 p_{t-1} + y_2 x_t \quad (3)$$

Donde:

Y₁ = Aumento en la cantidad del dinero
 p_{t-1} = Tasa de inflación rezagada un periodo
 x_t = Crecimiento real del gasto del gobierno

De acuerdo a los resultados obtenidos, 7.6 por ciento del déficit se monetiza independientemente del nivel de la inflación. Un aumento en cualquiera de las dos variables - inflación o gastos del gobierno- tiende a disminuir la fracción del déficit que se monetiza.

Los resultados obtenidos a través de los estudios mencionados nos muestran la gran sensibilidad tanto de las variables utilizadas como del periodo de muestra. Esto podría reflejar que posiblemente el banco central de Estados Unidos (FED) no siempre observó el mismo patrón de comportamiento frente a los cambios en el nivel del déficit gubernamental. Esta conclusión solamente es válida si consideramos que los modelos se desarrollaron adecuadamente.

III.B EL MODELO DE ASPE Y JARQUE

Pedro Aspe y Carlos Jarque desarrollaron para la economía mexicana un modelo trimestral de expectativas racionales en 1983, consistente en un conjunto de ecuaciones de oferta y demanda agregadas que se resuelven en forma simultánea.

A pesar de que el modelo econométrico contempla el comportamiento de varios sectores de la economía, para efectos de nuestras conclusiones nos limitaremos a utilizar solamente la parte referente a la determinación de la función de la oferta monetaria.

III.B.1 FUNCION DE OFERTA MONETARIA

La oferta monetaria se define como:

$$M_s = m (H_t) \quad (4)$$

Donde:

M_s = representa la oferta nominal de dinero
 m = es el multiplicador monetario
 H_t = la base monetaria

Desagregando la base monetaria en cuanto a sus fuentes, obtenemos que la definición de la oferta monetaria se transforma en:

$$M_s = m (H_{t-1} + CDT + RIt + PBPt) \quad (5)$$

Donde:

H_{t-1} = Nivel de la Base Monetaria en el periodo $t-1$
 CDT = Tasa de Crecimiento del Crédito Neto del Banco de México en el periodo t
 RIt = Incremento en las reservas brutas internacionales del Banco de México en el periodo t
 $PBPt$ = Incremento de los préstamos del Banco de México a los bancos comerciales y de desarrollo en el periodo t .

En su modelo, Aspe y Jarque reconocieron que existen restricciones de balanza de pagos y financiamiento del déficit público, por lo que necesariamente consideraron su relación en su función de oferta monetaria. Aún y cuando en los modelos tradicionales la oferta monetaria se considera una variable exógena, cuyo control absoluto reside en el Banco Central, existen muchas razones de tipo institucional en nuestra economía que hacen que dicha especificación sea incorrecta.

Por un lado dado que la economía se encuentra "abierta" al exterior y carece de un tipo de cambio totalmente flexible, los resultados en la balanza de pagos se reflejan sobre las fuentes de la base monetaria, es decir, sobre las reservas internacionales. Por otro lado, debemos reconocer que el déficit neto del sector público debe financiarse de alguna forma, lo que implica que para un cierto nivel de déficit, cuando menos una de las variables de financiamiento se determinará en forma endógena, a través de la interacción entre la restricción de financiamiento del déficit y la estructura de la economía.

Por ello, Aspe y Jarque definieron las restricciones del déficit nominal de la siguiente forma:

$$Dgt = Pt (Gt - Tt) \quad (6)$$

Donde:

Gt = Gasto Real del Sector Público
 Tt = Ingresos reales del Sector Público
 Pt = Nivel de precios interno

A su vez, el déficit puede descomponerse en dos componentes, el interno y el externo:

$$Dgt = Pt ((G-T) + (G-T)) \quad (7)$$

O lo que es lo mismo:

$$Dgt = DG + DG \quad (8)$$

DGt = Déficit nominal presupuestal interno + Déficit nominal presupuestal externo.

El déficit nominal agregado del sector público, DGt, debe financiarse de alguna manera. Como vimos en el primer capítulo, suponemos que existen varias formas de financiamiento posible:

1. Incrementos en el crédito neto del banco central al gobierno (ACDt),
2. Incrementos en el endeudamiento externo (ADEt), medido en términos de moneda nacional e,
3. Incrementos en la tenencia de deuda del gobierno por parte del público (BOT).

Por ello, la restricción presupuestal puede definirse como:

$$DGt = CDt + DET + BOT \quad (9)$$

Por el lado de la apertura de la economía, o sector externo, consideraremos que la balanza de pagos, BPt, es igual al cambio en las reservas internacionales del banco central:

$$BPt = RIt \quad (10)$$

O lo que es lo mismo:

$$BPt = Pt (Xt - IMt) + Kt \quad (11)$$

y:

$$IMt = IMt (etpt*/pt) \quad (12)$$

Donde:

IMt = Importaciones totales reales del país, incluyendo el servicio de la deuda y valuadas en unidades de producto nacional.

etpt*/pt = El inverso de los términos de intercambio.

Kt = Balanza de capitales.

La balanza de capitales está formada por dos componentes: el privado, denotado por KPrt, y el público, representado por KPUT, que equivale al endeudamiento externo neto, DET.

Cabe señalar que la cuenta de "Errores y Omisiones" se contabiliza en este modelo dentro del componente privado, KPrt. Por lo tanto, reescribiendo la ecuación (11) con base en estas definiciones, tenemos que:

$$Bpt = Rit = Pt (Xt - IMt) + DET + KPRT \quad (13)$$

Las ecuaciones (9) y (13) representan restricciones que deben considerarse en la evolución de la base monetaria.

Despejando CDt de la ecuación (9), tenemos:

$$CDt = Dgt - DET - BOT \quad (14)$$

Por otra parte, al despejar DET de la ecuación (13) obtenemos:

$$DET = Rit - Pt (Xt - IMt) - KPRT \quad (15)$$

Y sustituyendo esta identidad en la ecuación (14) y ésta última (15) en la (5) obtenemos finalmente:

$$CDt = Dgt - Rit + Pt (Xt - IMt) + KPRT - BOT \quad (16)$$

$$Ms = m (Ht-1 + (Dgt + Pt (Xt - IMt) + KPRT - BOT) + PBpt) \quad (17)$$

Esta ecuación explica la evolución de la oferta nominal de dinero en una economía abierta, con restricciones de financiamiento del déficit gubernamental. Como podemos observar, la oferta monetaria depende del multiplicador, de la base monetaria del periodo anterior, del déficit nominal interno del sector público, del saldo nominal de la cuenta corriente del sector privado del país, del saldo de la cuenta de capitales privados en el exterior, del incremento en la tenencia de valores del gobierno por parte del público y del incremento en el financiamiento del Banco Central al sector bancario del país.

Con base en este modelo, las estimaciones empíricas de monetización en México son las siguientes, mismas que utilizamos en nuestro cálculo.

III.C ESTIMACION ANUAL PARA EL CASO DE MEXICO DE LA MONETIZACION EN EL PERIODO 1968 - 1988

Partiendo de la vinculación entre el déficit público y la oferta monetaria que Aspe y Jarque establecieron en su modelo, analizaremos aquí la importancia del financiamiento que vía emisión primaria, le otorga el Banco de México al gobierno.

Para ello, mediante el uso de una regresión que incorporó al máximo posible los principales determinantes de la monetización en México probaremos nuestra hipótesis central:

"Los altos déficit presupuestales ante un mercado de capitales poco desarrollado obligaron a que un porcentaje

significativo del déficit del gobierno se financiara a través de emisión de dinero por parte del banco central, lo que implicó la dependencia de la política monetaria respecto a la fiscal."

III.C.1 ESPECIFICACION DE LAS VARIABLES Y SUS DATOS

Las variables consideradas "a priori" a partir del modelo de Aspe y Jarque como determinantes de la magnitud de la monetización fueron las siguientes:

-Déficit Financiero (DEFFR). Esta variable determina la magnitud de la participación de los diferentes instrumentos de financiamiento, entre ellos la creación de dinero. Se consideró el déficit financiero, que incorpora los requerimientos financieros totales del sector público.

-Monetización Rezagada. El rezago consistió en un periodo. Su utilización nos puede proporcionar evidencia sobre la posible existencia de inercia en el comportamiento del banco central respecto del financiamiento al sector público.

-Tasas de Interés (CPPR). Representa el costo de oportunidad de financiamiento en relación a otros instrumentos, específicamente la colocación de deuda interna a través del público. Como existen diversos instrumentos financieros a distintos plazos y con distintas tasas de interés, consideramos el Costo Porcentual Promedio de Captación (CPP) como una variable aproximativa de la tasa de interés. Para los años anteriores a 1976, cuando aún no se elaboraba el CPP, estimamos un promedio ponderado de las tasas de los depósitos bancarios existentes en el mercado financiero.

-Producto Interno Bruto e Inflación (PIBF y IPC). Reflejan posibles políticas de crecimiento y estabilización económica.

-Base Monetaria (BASEFR). En el caso de la variable dependiente, es decir, la monetización, y dado que los datos no se publican de manera oficial, utilizamos como variable aproximativa el incremento de los billetes y monedas en circulación.

-Colocación de Deuda Interna no Bancaria Concedida por Banco de México a Bancos Comerciales. Variable utilizada por considerarse como alternativa específica de financiamiento. Al considerar esta variable fue necesario restar del total de valores en circulación la tenencia del Banco de México, toda vez que gran parte de la monetización se registra a través de la compra de los valores del gobierno por parte del propio banco central.

La regresión se estimó para el periodo 1968-1988, con base en flujos anuales obtenidos a partir de las cifras que en forma de acervos publica el Banco de México.

Con el fin de eliminar el efecto de los precios sobre las cifras nominales, se deflactaron todas las observaciones utilizando para ello el Índice Nacional de Precios al Consumidor base 1980, también dado a conocer por el Banco de México.

En general, la calidad de los datos hace de los resultados obtener conclusiones confiables. El hecho de tomarlos de una misma fuente, como es el caso del Banco de México les otorga un alto grado de confiabilidad y calidad.

III.D RESULTADOS ECONOMETRICOS

Nuestro primer paso consistió en "correr" una matriz de correlación entre todas las variables explicatorias y la variable dependiente. Con ello, observamos de una manera simple la relación entre las variables que consideramos explicarían la monetización en nuestro país.

El coeficiente de correlación parcial fue mayor a 0.6 en todos los casos, excepto con la inflación (IPC) y el Producto Interno Bruto (PIBF), que resultaron poco significativas (Ver Apéndice 2).

Posteriormente estimamos regresiones econométricas mediante el método de mínimos cuadrados. Todas las variables, incluyendo la Inflación y el Producto Interno Bruto -que parecían no significativas- se probaron una a una y en combinación utilizando la muestra completa de observaciones, es decir, el periodo 1968-1988.

Las variables explicativas con las que se obtuvieron mejores resultados después de seguir el procedimiento señalado fueron el déficit financiero (DEFFR), la base monetaria (BASEFR) y el Costo Porcentual Promedio (CPPR). Es decir, la ecuación de monetización que encontramos se resume en:

$$BYMFR = C + xDEFFR + x2BASEFR + x3CPPR$$

Y el valor de los coeficientes:

$$BYMFR = 14.2189 + 0.1298 \text{ DEFFR} + 0.0770 \text{ BASEFR} - 0.2819 \text{ CPPR}$$

(5.7717) (2.0295) (-1.1172)

$$R = 0.8176$$

$$R = 0.7854$$

$$F = 25.4013$$

$$D.W. = 2.1898$$

Adicionalmente, analizando el signo de los coeficientes encontramos que:

1. Existe una relación directa entre el déficit financiero (DEFFR) y la monetización (BYMFR). Dada la estructura limitada del mercado de capitales, a un mayor déficit financiero corresponderá una mayor monetización del mismo.

2. Existe una relación directa entre la base monetaria (BASEFR) y la monetización (BYMFR). Sin embargo, y como se explica en el Apéndice 1, es importante señalar que no necesariamente un aumento en la monetización se tendrá que traducir en un aumento de la base monetaria, toda vez que ésta última depende no solamente de la cantidad de billetes y monedas en circulación, sino también de las reservas bancarias.

3. Existe una relación inversa entre la tasa de interés (CPPR) y la monetización (BYMFR). Es decir, a mayores niveles de tasas de interés, menor monetización del déficit.

A primera vista este último resultado parece contradictorio, toda vez que ante elevados niveles de tasas de interés reales es lógico pensar que el gobierno toma la opción de financiarse a través de emisión primaria. No obstante, es importante aclarar que la existencia de tasas de interés elevadas conduce a una mayor captación financiera y por lo tanto facilita la colocación de deuda interna entre el público ahorrador, factor que tiende a disminuir la presión sobre la monetización.

PRUEBAS ESTADISTICAS. Tanto el coeficiente de regresión múltiple, R , como el ajustado resultaron bastante satisfactorios: 0.8176 y 0.78541 respectivamente, lo que significa que las variables explicatorias consideradas en la ecuación explican aproximadamente un 79 por ciento del total de la monetización. Adicionalmente, su valor se compara favorablemente a los encontrados para el caso norteamericano.

Dados los valores encontrados para X_1 , X_2 y X_3 en nuestra regresión, podemos afirmar que un 13 por ciento del total del déficit financiero y un 7 por ciento del incremento real de la base monetaria se monetizan.

Como se observa en el siguiente cuadro, las pruebas t y F aplicadas a las variables explicativas resultaron estadísticamente significativas con un intervalo de confianza del 95 por ciento, excepto en el caso de la tasa de interés (CPPR), cuya prueba t fue significativa sólo al 85 por ciento de confianza.

CUADRO NO. III.1
PRUEBAS DE CONFIANZA PARA EL ESTADISTICO T

Variable	Estadístico t	Al 85 %	Al 95 %
DEFFR	5.77	Si	Si
BASEFR	2.02	Si	Si
CPPR	-1.12	Si	No

Adicionalmente se realizaron pruebas de correlación parcial entre las variables explicatorias para detectar la existencia de problemas de multicolinealidad, mismas que resultaron negativas. También se aplicó tanto el método gráfico como la prueba de Park, y con ambos rechazamos la posibilidad de la existencia de heterocedasticidad. El valor del estadístico Durbin Watson (2.18) permitió concluir que no se presentaron problemas de autocorrelación de primer orden.

RESULTADOS POR SUBPERIODOS. Finalmente, como parte del proceso de comprobación de nuestra hipótesis se realizaron pruebas para el periodo 1968-1978. La razón de selección de esos años radicó en que en dicho año comenzó el periodo de auge económico anterior a la década de la crisis.

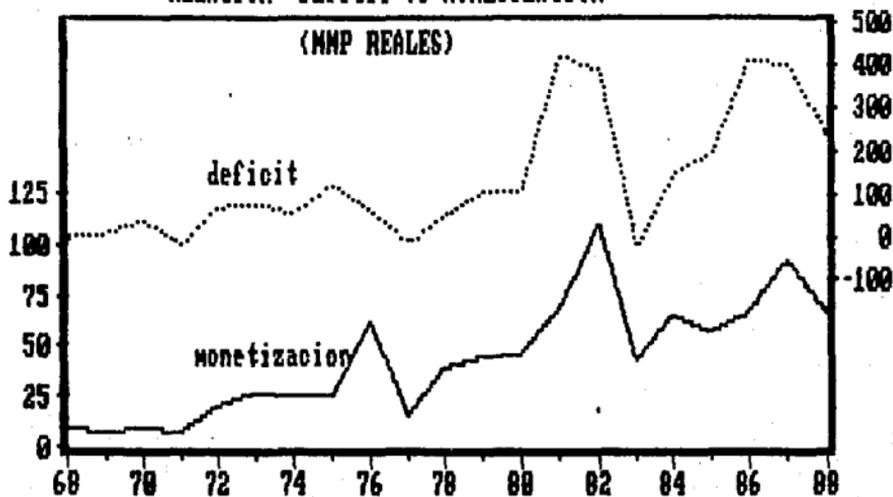
Los resultados encontrados en esta prueba fueron similares a los comentados anteriormente pero con estadísticos menos significativos: el coeficiente del déficit se mantuvo en los mismos niveles.

Finalmente se realizó una prueba eliminando de la muestra los valores de las variables del año 1988, año en el que se observó un aumento significativo en la colocación de deuda interna a través del público. Tanto el estadístico t para la variable del déficit como el ajuste de la ecuación resultaron prácticamente similares.

Aparte de las pruebas realizadas con todas las variables y los diferentes subperiodos resultó evidente la existencia de una estrecha relación entre la monetización y el déficit financiero del sector público, toda vez que dicha variable arrojó resultados significativos constantemente.

En la siguiente gráfica se observa claramente como el patrón de comportamiento de ambas variables es prácticamente el mismo durante el periodo 1968-1988, lo que refuerza los resultados encontrados econométricamente.

GRAFICA III.1
RELACION "DEFICIT VS MONETIZACION"



CAPITULO IV CONCLUSIONES

Las limitaciones que existían en cuanto a las fuentes de financiamiento del déficit público en nuestro país hasta 1988 obligaron al Banco Central a otorgar créditos al Banco de México para cubrir sus requerimientos financieros. El nulo acceso al crédito extranjero, el poco desarrollado mercado de valores que impedía colocar deuda interna a través de ese mecanismo y la ausencia de reglamentación en cuanto a los montos máximos que el Banco de México podía financiar al gobierno ayudaron en ese sentido.

Con ello, el déficit público -que alcanzó montos significativamente altos en términos del Producto Interno Bruto- impidieron que la política monetaria en el país se fijara sus propios objetivos, actuando como las circunstancias de las finanzas públicas lo permitieron.

En este sentido, el planteamiento de nuestra hipótesis señalada en la introducción de este trabajo se cumple para el periodo que termina en 1988. Recordemos que en 1989 se pusieron en marcha una serie de ajustes que modificaron por completo el papel de la política monetaria, mismos que se señalaron en el capítulo correspondiente. (Ver sección II.D.1989). A saber:

1. Se liberaron simultáneamente las tasas de interés pasivas y los regímenes de canalización obligatoria de crédito para la banca.
2. Se consolidó la ampliación del mercado de valores públicos.
3. Continuaron saneándose las finanzas públicas, de tal forma que los déficit fiscales disminuyeron en grandes proporciones.
4. Se instrumentó una política de deslizamiento moderado a raíz del establecimiento del Pacto y dentro de un contexto de concertación económica.

Con ello, si bien nuestra hipótesis se cumple, no necesariamente es válida en un periodo diferente al de estudio, es decir, fuera del rango de 1968 a 1988.

A lo largo de las administraciones de Luis Echeverría (1970-1976) y de José López Portillo (1976-1982), e incluso en el primer año de la administración de Miguel de la Madrid, la mayor parte del financiamiento interno era crédito otorgado por el Banco de México. No obstante, en la medida en que se buscó una mayor independencia en el manejo de la política monetaria respecto a los requerimientos financieros del sector público -para disminuir así las presiones

inflacionarias-, adquirieron mayor importancia otras fuentes internas de financiamiento.

CUADRO NO. IV.1
FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT PUBLICO
(ESTRUCTURA PORCENTUAL)

	1978	1979	1980	1981
Deficit Financiero	100.0	100.0	100.0	100.0
Recursos Externos	37.5	32.7	28.2	52.3
Recursos Internos	62.5	67.3	71.8	47.7
Banco de México	38.4	41.4	42.2	29.1
Sistema Bancario	22.2	21.2	22.1	16.9
Valores	1.9	4.7	7.5	1.1

CUADRO NO. IV.1
FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT PUBLICO
(ESTRUCTURA PORCENTUAL)
CONTINUACION

	1982	1983	1984	1985
Deficit Financiero	100.0	100.0	100.0	100.0
Recursos Externos	25.4	24.9	17.9	6.4
Recursos Internos	74.6	75.1	82.1	93.6
Banco de México	38.4	55.3	29.9	41.8
Sistema Bancario	25.0	5.3	39.6	42.8
Valores	11.2	14.5	12.6	9.0

CUADRO NO. IV.1
FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT PUBLICO
(ESTRUCTURA PORCENTUAL)
CONTINUACION

	1986	1987	1988
Deficit Financiero	100.0	100.0	100.0
Recursos Externos	10.7	12.4	-4.2
Recursos Internos	89.3	87.6	104.2
Banco de México	27.7	5.8	61.8
Sistema Bancario	46.5	52.0	-11.1
Valores	15.1	29.8	53.5

FUENTE: Banco de México y S.P.P.

No obstante que los Cetes surgieron desde 1978, no fue sino hasta 1982 cuando comienzan a incrementar su participación, llegando a representar más del 50 por ciento del financiamiento interno en 1988. Por su parte, el crédito bancario aumentó significativamente a lo largo de la administración de Miguel de la Madrid, con lo cual y hasta 1987, el sector bancario se convirtió en el principal proveedor de recursos para el sector privado.

A partir de 1988 se registró un cambio en la estructura de la captación bancaria. La caída en el financiamiento del sector bancario al gobierno por las modificaciones en el encaje legal y la creación del coeficiente de liquidez, ocasionó que se incrementara el crédito del Banco de México así como la emisión de valores gubernamentales. Este fenómeno tiene implicaciones muy importantes en materia de política económica: en la medida en que se quieran evitar las presiones inflacionarias que provoca la monetización del déficit, los requerimientos financieros del sector público deberán ser, cada vez más, cubiertos a través de la emisión de bonos.

Las conclusiones encontradas en nuestro modelo econométrico se pueden resumir en los siguientes puntos:

1. Existe una relación directa entre el déficit financiero y la monetización: dada la estructura limitada del mercado de capitales, a un mayor déficit financiero corresponderá una mayor monetización del mismo.
2. Existe una relación directa entre la base monetaria y la monetización. Sin embargo, no necesariamente un aumento en la monetización se tendrá que traducir en un aumento de la base

monetaria, toda vez que ésta última depende no solamente de la cantidad de billetes y monedas en circulación, sino también de las reservas bancarias.

3. Existe una relación inversa entre la tasa de interés y la monetización: a mayores niveles de tasas de interés, menor monetización del déficit. La existencia de tasas de interés elevadas conduce a una mayor captación financiera y por lo tanto facilita la colocación de deuda interna entre el público ahorrador, factor que tiende a disminuir la presión sobre la monetización.

Las variables utilizadas en nuestro modelo fueron el déficit financiero, la monetización rezagada, las tasas de interés, el Producto Interno Bruto, la inflación, la base monetaria y la colocación de deuda interna no bancaria concedida por Banco de México a Bancos Comerciales. La información abarcó un periodo de 1968 a 1988 y los estadísticos resultaron significativos.

APENDICE 1
BASE MONETARIA Y MULTIPLICADOR

BASE MONETARIA Y MULTIPLICADOR

El presente apéndice tiene como objetivo explicar en una forma simple e introductoria los conceptos "base monetaria" y "multiplicador", a los que hemos hecho referencia reiterativamente a lo largo de este trabajo. 1/

BASE MONETARIA

En el Cuadro de la siguiente página se muestra en forma simple la estructura del balance general del Banco de México. El primer renglón -que compone el activo- representa los activos internacionales, que consisten mayormente en divisas extranjeras, oro y plata, y cuya magnitud depende de los resultados en la balanza de pagos y de la revaluación -o no- de los mismos.

El segundo renglón del activo lo constituye el financiamiento directo (crédito y valores) del Banco de México al sector público no bancario. Este concepto incluye las compras de Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES) que el Banco de México tiene como inversión propia. Es importante recordar que este tipo de tenencia de CETES es de naturaleza distinta a la derivada del Banco de México como agente de colocación de estos valores por cuenta del gobierno federal. En el primer caso la compra se efectúa con recursos del propio Banco de México y por ello representa un activo, mientras que cuando actúa como colocador sólo es un intermediario entre el Gobierno Federal y el público que lo financia mediante la compra de estos bonos.

El siguiente rubro del activo es el saldo del financiamiento otorgado a instituciones de crédito, resultado de la intervención del Banco para regular la liquidez de los bancos a través de su política de redescuento y apoyos a corto plazo. El último concepto del activo es un elemento residual que agrupa cuentas menores.

Por el lado de los pasivos, aparecen los billetes y monedas en circulación (pasivos monetarios) en poder de sectores no bancarios y en poder de instituciones de crédito.

El segundo componente del pasivo son los depósitos de las instituciones de crédito y obligaciones del sector público no bancario, el sector privado, el sector externo y acreedores diversos. Los depósitos de la banca se asocian mayormente con el requerimiento de encaje legal.

El renglón de capital es el último rubro del pasivo y representa el capital original suscrito por los accionistas.

1/Véase: Diz, Adolfo C. "Oferta Monetaria". Centro de Estudios Latinoamericanos (CEMLA). México, D.F. 1975

BALANCE DEL BANCO DE MEXICO

Activos	Pasivos
-Activos Internacionales	<u>Monetarios</u>
-Financiamiento al Sector Público no Bancario	-En poder de la Banca -En poder de Sectores no Bancarios
-Financiamiento a Instituciones de Crédito	<u>No Monetarios</u>
-Financiamiento al Sector Privado	-Con la Banca -Con el Sector Público no Bancario
-Otros Activos	-Con el Sector Privado -Con el Sector Externo -Acreedores Diversos
	<u>Otros Pasivos</u>

A partir del balance del Banco de México se puede derivar la base monetaria. Todos los renglones del pasivo, excepto los billetes y monedas en poder de sectores no bancarios y los depósitos de la banca, se pasan al lado del activo cambiándoles el signo.

A continuación se le suma al pasivo y al activo del Banco de México el total de Certificados de la Tesorería de la Federación en poder de los bancos.

En el siguiente cuadro se puede observar el esquema general de la base monetaria, donde se utilizan los términos de fuente y usos en lugar de activos y pasivos.

**BASE MONETARIA
(A UNA FECHA DETERMINADA)**

Fuentes	Usos
Reservas Internacionales	Billetes y Monedas en poder del Público
Financiamiento Neto al Sector Público no Bancario	Reservas bancarias de la Banca
Financiamiento a Instituciones de Crédito	A) Cuenta Corriente de Valores y Depósitos en Banco de México
Otros Conceptos	B) Billetes y Monedas Metálicas en Caja
	C) Inversión en CETES

Por el lado de los usos, la base refleja los requerimientos bancarios de reservas y la demanda del público no bancario por billetes y monedas, lo cual es resultado, principalmente, de la demanda directa de efectivo para transacciones.

El concepto de reservas bancarias que aparece por el lado de los usos de la base, incluye tanto aquellos requerimientos legales que exige el banco central como los depósitos excedentarios que hacen los propios bancos.

La deuda del sector público en poder del banco de México constituye el rubro de mayor importancia dentro del total de fuentes de la base. Le siguen en importancia relativa los activos internacionales y el financiamiento a la banca.

La deuda del sector público en poder del Banco de México tiene su origen en financiamientos otorgados a las distintas entidades del sector oficial. Los cambios en el financiamiento al sector público no bancario, o en la tenencia de activos internacionales se reflejan en cambios en reservas bancarias y en efectivo en poder del público.

De acuerdo a Baqueiro, en México el financiamiento que el Banco de México otorga al sector público no es una variable bajo el control del instituto central. 2/ La acumulación de activos internacionales responde a factores que el banco afecta solamente en forma indirecta por lo cual, el

2/Baqueiro, Armando. "Política Monetaria en México: el Marco Institucional". México Pp. 97-98.

financiamiento a instituciones de crédito y el crecimiento de los otros activos son las fuentes de expansión de la base monetaria que son controlables.

EL MULTIPLICADOR MONETARIO

El proceso de creación secundaria de dinero se debe a la influencia que distintos agentes económicos tienen sobre la determinación de la cantidad total de dinero existente en un momento dado en la economía. En esta sección se describen los componentes del multiplicador monetario, el cual dado un nivel de base monetaria, determinará la oferta monetaria total.

El dinero de alto poder o base monetaria (B) se compone, por el lado de sus usos, de dos factores: la cantidad de dinero que el público desea mantener (C) y el nivel de reservas bancarias mantenidas por los bancos (R):

$$B = C + R \quad (1)$$

Si tomamos en cuenta las definiciones de oferta de dinero:

$$M = C + D \quad (2)$$

$$M = mB \quad (3)$$

Donde:

D = depósitos del público en los bancos y

m = multiplicador monetario.

Resolviendo para m:

$$m = M/B \quad (4)$$

$$m = (C + D)/(C + R) \quad (5)$$

Dividiendo el numerador y el denominador de m por D y utilizando los numeradores de cada cociente en minúscula para representarlos:

$$m = (C/D + 1)/(C/D + R/D)$$

$$m = (c + 1) / (c + r) \quad (6)$$

Los cocientes de c y r se denominan los determinantes directos del multiplicador porque los valores que ellos adopten determinan directamente el nivel del mismo. El cociente r revela las preferencias del banco con respecto a la composición deseada de sus activos y pasivos y su valor puede variar en función de otras variables técnicas (expectativas de retiro de depósitos, razones precautorias). En este cociente se incluye también la proporción de reservas

bancarias obligatorias (encaje legal) con relación a los depósitos.

Por medio de las expresiones (3) y (6) podemos escribir la oferta monetaria en función de la base y su multiplicador.

$$M = mB$$

$$M = (c + 1)/(c + r) * B \quad (7)$$

esta expresión permite concluir que la existencia de bancos que operan con encajes fraccionarios, hará que las variaciones de la cantidad total de dinero no sólo puedan provenir de variaciones en la base sino que también de las que el público y el banco pueden provocar en el multiplicador a través de cambio en los valores de c y r .

ESTA TESIS NO DEBE
SALIR DE LA BIBLIOTECA

79

**APENDICE 2
CUADROS ESTADISTICOS**

CUADRO 2.1
BASE DE DATOS
(MMP)

obs	BASE	PIB	DEFICI	DEVIN	CPP	IPC
1968	45.80000	16.70000	2875.062	7.749000	1.000000	0.190900
1969	51.60000	18.20000	2206.285	8.885000	1.000000	0.205600
1970	57.10000	20.10000	2358.991	16.781000	1.000000	0.216300
1971	68.30000	21.80000	2457.335	12.113000	1.000000	0.227700
1972	81.80000	26.60000	2665.975	27.827000	1.000000	0.239100
1973	99.50000	34.20000	2896.158	47.427000	1.000000	0.267900
1974	127.6000	42.70000	3066.769	65.200000	1.000000	0.331500
1975	170.7000	52.30000	3238.848	110.16000	1.000000	0.331000
1976	221.2000	79.90000	3376.135	135.56000	1.000000	0.442100
1977	293.3000	88.60000	3492.368	124.57600	2.000000	0.570000
1978	377.0000	114.8000	3768.482	156.09200	6.300018	0.669300
1979	509.2000	149.6000	4126.576	233.43600	26.20001	0.791700
1980	718.1000	194.7000	4470.877	335.08100	52.40002	1.000000
1981	1041.9000	281.0000	4862.219	866.22300	96.29999	1.200000
1982	1983.4000	503.4000	4831.689	1652.7800	359.40002	2.033500
1983	3136.0000	678.0000	4628.937	1541.7520	652.59999	4.105200
1984	4834.1000	1118.9000	4796.050	2504.7660	946.09999	6.792400
1985	5679.2000	1732.0000	4919.905	4535.2000	2260.4000	10.71470
1986	8390.4000	3059.1000	4725.277	12685.6000	6900.1000	19.55450
1987	14265.20	7318.5000	4792.936	31000.0000	22933.10	46.25360
1988 ^a	17049.00	12000.00	4845.658	47154.0000	57143.00	70.16200

CUADRO 2.2
FLUJOS NETOS REALES

obs	BAGEFR	BYMFR	CPP	IPC	DEFR	DEINFR	PIMF
1961	6.822513	2.438189	NA	0.166100	4.991830	6.020470	59.01477
1962	14.18934	4.703117	NA	0.178100	0.188466	0.000000	58.68811
1963	19.59655	6.916425	NA	0.173500	0.008357	0.000000	105.0336
1964	31.95592	8.815424	NA	0.181500	2.327380	0.000000	166.0200
1965	17.78975	3.234504	NA	0.185500	3.191374	0.000000	102.8379
1966	19.45321	5.783089	NA	0.198200	7.180307	0.000000	117.0509
1967	28.62985	5.623719	NA	0.195400	20.48389	0.000000	113.2175
1968	31.17145	10.05531	10.00000	0.198900	0.296631	0.000000	156.1182
1969	28.21011	7.295720	10.50000	0.205600	5.525293	0.000000	131.2236
1970	25.42765	8.784095	12.22000	0.216300	36.50486	0.000000	152.7061
1971	49.18755	7.465959	11.10000	0.227700	-20.50066	0.000000	98.48332
1972	56.46173	20.91175	10.60000	0.239100	65.72146	0.000000	208.5801
1973	66.06942	27.62225	11.00000	0.267900	73.16162	0.000000	224.1838
1974	84.76621	25.64103	12.00000	0.331500	53.61307	0.000000	176.6100
1975	112.8863	25.14405	12.00000	0.381800	117.7500	0.000000	172.0791
1976	114.2276	62.42932	11.07000	0.442100	57.65305	0.000000	137.2071
1977	126.4912	15.26315	14.06000	0.570000	-19.27018	1.754306	116.2327
1978	124.9627	39.11616	16.50000	0.669000	47.05285	6.419854	208.1130
1979	166.9825	43.95605	16.50000	0.791700	97.69308	25.13577	346.0942
1980	200.9000	45.09999	20.71000	1.000000	102.4450	26.20001	343.5010
1981	252.9680	68.04687	20.50000	1.200000	414.3297	34.29685	392.1421
1982	462.9948	100.9747	40.40000	2.033000	306.7996	129.3830	-30.53027
1983	280.7659	42.53143	56.63000	4.105200	-27.04572	71.42155	-202.7520
1984	250.0000	64.91079	51.10000	6.792400	141.7782	43.21006	167.1120
1985	70.87236	57.22045	56.07000	10.71470	189.4999	124.5299	123.6550
1986	135.8691	66.50631	00.00000	19.95450	400.4492	231.5117	-194.6279
1987	127.4287	92.07602	94.64000	46.25960	395.9049	346.5075	67.65918
1988	39.39201	66.72605	45.40000	70.16000	230.2451	487.5983	52.72217

CUADRO 2.3
MATRIZ DE CORRELACION

SMPL 1968 - 1988

21 Observations

Series	Mean	S.D.	Maximum	Minimum
BYMFR	43.132260	28.715335	108.97470	7.2957200
DEFFR	131.30554	149.44363	414.32970	-27.045720
DEINFR	72.764232	130.77461	487.59830	0.0000000
BASEFR	134.47798	107.44498	462.99480	25.427650
PIBF	139.36738	151.44875	392.14210	-202.75200
CPP	29.737143	25.266303	94.640000	10.000000
IPC	7.9448717	17.778845	70.160000	0.1989000

	Covariance	Correlation
BYMFR, BYMFR	785.30521	1.0000000
BYMFR, DEFFR	3394.1945	0.8304906
BYMFR, DEINFR	2185.8316	0.6111794
BYMFR, BASEFR	1989.5220	0.6770770
BYMFR, PIBF	-972.93593	-0.2349059
BYMFR, CPP	489.18258	0.7079534
BYMFR, IPC	228.04831	0.4690279
DEFFR, DEFFR	21289.905	1.0000000
DEFFR, DEINFR	11469.463	0.6162140
DEFFR, BASEFR	6908.8562	0.4517851
DEFFR, PIBF	-3293.9752	-0.1528152
DEFFR, CPP	2456.5025	0.6831049
DEFFR, IPC	1201.8568	0.4749644
DEINFR, DEINFR	16287.618	1.0000000
DEINFR, BASEFR	442.42771	0.0330615
DEINFR, PIBF	-8164.1051	-0.4328214
DEINFR, CPP	2323.5687	0.7383796
DEINFR, IPC	2142.9451	0.9677727
BASEFR, BASEFR	10994.688	1.0000000
BASEFR, PIBF	-2639.3176	-0.1703057
BASEFR, CPP	833.10332	0.3222258
BASEFR, IPC	-258.43879	-0.1420553
PIBF, PIBF	21844.499	1.0000000
PIBF, CPP	-2101.1710	-0.5765584
PIBF, IPC	-807.25907	-0.3147987
CPP, CPP	607.98672	1.0000000
CPP, IPC	266.79417	0.6236205
IPC, IPC	301.03556	1.0000000

CUADRO 2.4
ANALISIS DE REGRESION

SMPL 1968 - 1988

21 Observations
LS // Dependent Variable is BYMFR

VARIABLE	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG.
C	14.218879	4.9830924	2.8534247	0.011
DEFFR	0.1297697	0.0224836	5.7717511	0.000
BASEFR	0.0769883	0.0379349	2.0294882	0.058
CPPR	-0.2819191	0.2523409	-1.1172151	0.279
R-squared	0.817604	Mean of dependent var	43.13226	
Adjusted R-squared	0.785417	S.D. of dependent var	28.71534	
S.E. of regression	13.30184	Sum of squared resid	3007.962	
Durbin-Watson stat	2.189829	F-statistic	25.40131	
Log likelihood	-81.92491			

CUADRO 2.5
MATRIZ DE COVARIANZA

C, C	24.83121	C, DEFFR	-0.019926
C, BASEFR	-0.114754	C, CPPR	-0.304548
DEFFR, DEFFR	0.000506	DEFFR, BASEFR	-0.000374
DEFFR, CPPR	-0.000704	BASEFR, BASEFR	0.001439
BASEFR, CPPR	0.005506	CPPR, CPPR	0.063676

Residual Plot		obs	RESIDUAL	ACTUAL	FITTED
:	*	1968	-4.25834	10.0553	14.3137
:	*	1969	-7.80152	7.29572	15.0972
:	*	1970	-10.1518	8.78409	18.9359
:	*	1971	-6.23596	7.46596	13.7019
:	*	1972	-4.60579	20.9118	25.5175
:	*	1973	-1.24648	27.6222	28.8887
:	*	1974	-5.37110	25.6410	31.0121
*	:	1975	-13.9418	25.1441	39.0859
:	:	1976	30.8601	62.4293	31.5692
:	*	1977	-10.1600	15.2632	25.4232
:	:	1978	8.88619	39.1162	30.2300
:	*	1979	3.72469	43.9561	40.2314
:	:	1980	-0.07489	45.1000	45.1749
*	:	1981	-19.2516	68.0469	87.2984
:	*	1982	3.70951	108.975	105.265
:	*	1983	-2.54421	42.5314	45.0756
:	:	1984	8.99839	64.9108	55.9124
:	*	1985	11.8656	57.2205	45.3548
*	:	1986	-12.6868	66.5063	79.1932
:	*	1987	6.18690	92.0760	85.8891
:	:	1988	24.0990	66.7261	42.6271

CUADRO 2.6
ANALISIS DE REGRESION

SMPL 1968 - 1978

11 Observations

LS // Dependent Variable is BYMFR

VARIABLE	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG.
C	-6.5989972	13.339641	-0.4946907	0.636
DEFFR	0.1138902	0.1029378	1.1063979	0.305
BASEFR	0.3353537	0.1819921	1.8426831	0.108
CPPR	0.5973236	0.8997666	0.6638650	0.528
R-squared	0.576359	Mean of dependent var	22.70262	
Adjusted R-squared	0.394799	S.D. of dependent var	16.63783	
S.E. of regression	12.94335	Sum of squared resid	1172.711	
Durbin-Watson stat	3.331706	F-statistic	3.174477	
Log likelihood	-41.28881			

CUADRO 2.7
ANALISIS DE REGRESION

SMPL 1978 - 1988

11 Observations

LS // Dependent Variable is BYMFR

VARIABLE	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG.
C	28.800527	8.6168843	3.3423364	0.012
DEFFR	0.1066176	0.0245547	4.3420484	0.003
BASEFR	0.0468803	0.0374615	1.2514281	0.251
CPPR	-0.2107611	0.2477864	-0.8505758	0.423
R-squared	0.778535	Mean of dependent var	63.19680	
Adjusted R-squared	0.683621	S.D. of dependent var	21.72521	
S.E. of regression	12.21990	Sum of squared resid	1045.282	
Durbin-Watson stat	2.254693	F-statistic	8.202555	
Log likelihood	-40.65613			

CUADRO 2.8
ANALISIS DE REGRESION

SMPL 1968 - 1967

20 Observations

LS // Dependent Variable is BYMFR

VARIABLE	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG.
C	12.347195	4.5401787	2.7195394	0.015
DEFFR	0.1176180	0.0208422	5.6432577	0.000
BASEFR	0.0866656	0.0342559	2.5299448	0.022
CPFR	-0.4141958	0.2334630	-1.7741387	0.095
R-squared	0.857110	Mean of dependent var	41.95257	
Adjusted R-squared	0.830318	S.D. of dependent var	28.93451	
S.E. of regression	11.91883	Sum of squared resid	2272.935	
Durbin-Watson stat	2.764637	F-statistic	31.99146	
Log likelihood	-75.70972			

BIBLIOGRAFIA

Averbach, Robert D., "Money, Banking and Financial Markets". U.S.A. Collier-Macmillan. 1982

Banco de México. "Indicadores Económicos" Varios Números.

Barro, R.J., "Are Government Bonds Net Wealth?". Journal of Political Economy. U.S.A. 1974

Barro, Robert, "On the Determination of the Public Debt" Journal of Political Economy. U.S.A. 1979

Blejer, Mario I. "Short Run Dynamics of Prices and the Balance of Payments" American Economic Review. Vol. LXVIII U.S.A. 1977

Blinder, Alan S. "On the Monetisation of Deficits". Journal of Public Economy. U.S.A. 1982

Bufete de Promoción Industrial. "Carpeta de Información Económica y Financiera". Publicación Trimestral. Números Varios.

Centro de Estudios Económicos del Sector Privado. "La Inflación como un Impuesto". Actividad Económica. Núm. 122 México. 1988

Cochran, John A. "Money, Banking and the Economy". Collier Macmillan. U.S.A. 1983

Díaz, Adolfo. "Oferta Monetaria" (texto provisional) CEMLA. Segunda Reimpresión. México 1975.

Federal Reserve Bank of Boston. "The Economics of Large Government Deficits". Federal Reserve Bank of Boston. Boston, 1984.

Frenkel, Jacob A. "A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence". Scandinavian Journal of Economics. 1978

Friedman, I.S. "The Emerging Role of Private Banks in the Developing World." Citycorp Papers. New York, 1977

Galvis, Vicente. "Operaciones del Banco Central con el Sector Público y Manejo de Deuda Pública en Latinoamérica." CEMLA. México, 1985

Gómez Oliver, Antonio. "Políticas Monetaria y Fiscal en México. La experiencia de la Postguerra." Fondo de Cultura Económica. México, 1981

Gujarati, D. "Econometría Aplicada". McGraw-Hill. México. 1981

Hansen, Roger D. "La Política del Desarrollo Mexicano". Siglo XXI Editores. Décimocuarta Edición. México, 1984

Intriligator, Michael D. "Econometrics Models, Techniques & Applications." Prentice-Hall, Inc. U.S.A., 1978

Johnson, Harry G. "Macroeconomics and Monetary Theory." Gray-Mills Publishing. London, S.W., 1971

Katz B., Isaac. "El Banco Central y la Demanda de Reservas Internacionales. El Caso de México 1952-1974." Tesis Profesional. ITAM. México, 1977

Kindleberger, Charles P. "International Financial Intermediation for Developing Countries." Dekker. New York, U.S.A., 1976

Mathieson, D.F. "Optimal Stabilization Policies in Developing Economy." Documento del FMI, 1977

Mckinnon, Ronald. "Money and Finance in Economic Development." The Brookings Institution. Washington, U.S.A., 1973

Niskanen, W.A. "Deficits Government Spending and Inflation: What is the Evidence". Journal of Monetary Economics. U.S.A., 1978

Presidencia de la República. "Criterios Generales de Política Económica para la Iniciativa de la Ley de Ingresos y el Proyecto de Presupuesto de Egresos de la Federación para 1984." Presidencia de la República. México, 1983

Rao, P & Miller, R. "Applied Econometrics." Wadsworth Publishing Company. University of Washington, 1971

Ruiz Equihua, R. "El Encaje Legal: Instrumento Fundamental de la Política Mexicana Contemporánea." Editorial Cultura. México, 1963

Tello, Carlos. "La Política Económica en México: 1970-1976." Quinta Edición. Siglo XXI Editores. México, 1982

Wasow, Bernard. "Dependent Growth in a Capital Importing Economy." Oxford Economic Papers. Vol. 30. U.S.A., 1978

Wonnacott R. y Wonnacott T. "Econometrics." Segunda Edición. University of Western Ontario. U.S.A., 1979

Macro Asesoría Económica, S.C. "Macro Perspectivas. Compendio Anual Estadístico." México, Septiembre 1989

Macro Asesoría Económica, S.C. "Realidad Económica de México 1992". México, 1992

Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática.
"Estadísticas Históricas de México". México, 1990