



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE ECONOMIA

LA TASA DE INTERES EN LA POLITICA FINANCIERA Y ECONOMICA DE MEXICO (1970 - 1986)

T E S I S
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:
LICENCIADO EN ECONOMIA
P R E S E N T A :
FLORESTHER RAMOS ROSAS



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.

I N D I C E

	PAG.
INTRODUCCION	1
CAPITULO I. <u>LA TASA DE INTERES EN EL CONTEXTO DE LA TEORIA MONETARIA.</u>	3
1.1. Conceptos Históricos.	4
1.2. La Tasa de Interés un Instrumento de Política Monetaria.	9
1.3. El Plano Teórico de J.M. Keynes y Milton Friedman.	16
1.3.1. Teoría de J.M. Keynes.	16
1.3.2. Teoría de Milton Friedman.	23
1.4. Equilibrio en el Mercado de Dinero.	31
CAPITULO II. <u>REGULACION, REGIMEN Y ESTRUCTURA DE LA TASA DE INTERES EN MEXICO.</u>	35
2.1. Esquema Financiero.	36
2.2. Regulación de la Tasa de Interés.	39
2.2.1. Mercado de Valores.	41
2.3. Régimen de la Tasa de Interés.	47
2.4. Estructura de la Tasa de Interés.	51
2.4.1. Cálculo de la Tasa de Interés y Rendimiento.	55
2.5. Consideraciones	60

CAPITULO III.	<u>LA POLITICA DE LAS TASAS DE INTERES EN MEXICO DURANTE 1970 - 1986.</u>	63
3.1.	Antecedentes.	65
3.1.1.	Factores Externos.	65
3.1.2.	Factores Internos.	68
3.2.	La Política de las Tasas de Interés en tres fases coyunturales.	70
3.2.1.	Período 1970 - 1976.	70
3.2.2.	Período 1977 - 1982.	74
3.2.3.	Período 1983 - 1986.	80
CAPITULO IV.	<u>LAS TASAS DE INTERES UN CIRCULO VICIOSO.</u>	90
4.1.1.	Círculo Inflacionario.	92
4.1.2.	Círculo del Endeudamiento Interno.	101
4.1.3.	Riesgo Cambiario.	107
4.2.	El Criterio Fondomonetarista en la Política de las Tasas de Interés	112
APENDICE ESTADISTICO.		116
CONCLUSIONES Y ALTERNATIVAS.		134
BIBLIOGRAFIA.		139

INTRODUCCION

La tasa de interés es un concepto monetario difícil de interpretar a simple vista, muchos han sido los autores y diversos los marcos monetarios que se han planteado en torno a este tema, sin embargo, nuestro país ha enfrentado serias discrepancias en la política a seguir en las tasas de interés.

El objeto del presente estudio, pretende precisar la importancia que la tasa de interés ha tenido durante los últimos dieciséis años (1970-1986) en el contexto económico de México.

Se trata de analizar en forma genérica ¿por qué? la tasa de interés ha jugado un papel decisivo en los objetivos de política económica y de manera específica, precisar la orientación, las causas y políticas que la tasa de interés ha seguido durante el período señalado y que para el Gobierno Mexicano, ha sido determinante en los efectos de diversos fenómenos monetarios y financieros, asimismo definitivo para el desarrollo económico del país.

La presente investigación integra cuatro capítulos, que comprenden el estudio y la interacción de la tasa de interés en el terreno de la teoría monetaria; el mercado de dinero y de capitales; la política económica, principalmente en lo referente a la política financiera; y por último, las repercusiones inerciales, monetario y fiscales, que han generado los "círculos viciosos", todo ello, dentro de la economía mexicana.

En el primer capítulo se describen los conceptos y antecedentes históricos de la tasa de interés y se hace alusión a las

características de los principales instrumentos de política monetaria de los cuales la tasa de interés es una variable relevante en determinaciones de política económica. Se exponen en este capítulo los supuestos básicos de crítica e interpretación de las actuales políticas de tasa de interés, éstos son: el marco teórico de John M. Keynes y Milton Friedman, -- con el fin de comprender el mecanismo que compete a la demanda y oferta monetaria, como agentes esenciales del equilibrio en la tasa de interés.

En el segundo capítulo, se considerará el mecanismo de la tasa de interés en el esquema financiero de México: la regulación, régimen y estructura de la misma, tanto en el mercado de dinero como en el mercado de capitales.

En el tercer capítulo, se analiza la orientación que la tasa de interés ha seguido en la política económica y monetaria, - durante los últimos dieciséis años. Se señalan las variables dependientes e independientes que han llevado a las autoridades monetarias a manipular y utilizar la tasa de interés como medida de emergencia en situaciones de desequilibrio financiero y externo, asimismo se consideran las deformaciones financieras que esto ha implicado.

Por último se concluye con la problemática actual de los fenómenos viciosos: inflación, tasa de interés, endeudamiento interno y riesgo cambiario. Se plantea la adopción del programa gubernamental que las autoridades financieras manifiestan como estrategia para reducir las tasas de interés, tal reto de política financiera se menciona aquí. Al final definiremos - que estos círculos viciosos, han sido parte integrante en los convenios celebrados con el Fondo Monetario Internacional, en tanto se considera que elevar las tasas de interés constituye un concepto fondomonetarista.

CAPITULO I. LA TASA DE INTERES EN EL CONTEXTO
DE LA TEORIA MONETARIA.

- 1.1. Conceptos Históricos
- 1.2. La tasa de Interés un Instrumento
de Política Monetaria
- 1.3. El Plano Teórico de J.M. Keynes y
Milton Friedman
- 1.3.1. Teoría de J.M. Keynes
- 1.3.2. Teoría de Milton Friedman
- 1.4. Equilibrio en el Mercado de Dinero

CAPITULO I. LA TASA DE INTERES EN EL CONTEXTO DE LA
TEORIA MONETARIA.

1.1. CONCEPTOS HISTORICOS

La tasa de interés, su naturaleza, las causas de su existencia y sus cambios han sido uno de los temas más discutidos -- no sólo en la literatura económica, sino también por religiosos, juristas y público en general.

Entre los pueblos de la antigüedad se presupone que aun antes de que el empleo de la moneda hiciera desaparecer el trueque, se practicó el crédito en especie, pero rara vez se consideró como un medio de producción, sino más bien como un modo de asistencia.

La evolución del crédito fué obstaculizada durante mucho tiempo por la doctrina de la iglesia católica, que prohibía el préstamo con interés entre cristianos. Se estimó, que el "dinero no engendraba dinero" ^{1/} y que por consiguiente, no debía exigirse remuneración alguna por el servicio de prestarlo a alguien, considerándose ésto una injusticia y moralmente ilegítimo en virtud de que el dinero era improductivo.

El derecho canónico, lo mismo que la ley romana en la Edad Media, directamente prohibieron el uso del interés, identificándolo con la usura; sólomente se aceptaba el interés sobre el dinero cuando se infringía en algún daño al acreedor, por demora en el pago o por falta del mismo.

^{1/} Martínez Le Clairche Roberto, "Curso de Teoría Monetaria y del Crédito", pág. 8, Textos Universitarios, 1a. ed. UNAM. México 1964.

Mientras subsistió el tipo de organización económica medieval, la mayoría de los préstamos en dinero se realizaban con el objeto de financiar gastos de consumo. Una de las características de la "revolución industrial", que acabaría definitivamente con el medievo, engendrando el capitalismo, es la necesidad de grandes acumulaciones de capital, que dá paso a la explosión tecnológica y a la empresa moderna. Se produce la separación - de factores productivos: el trabajo, el capital y la tierra; - las unidades económicas productoras se separan totalmente de - las consumidoras y aquéllas están dispuestas a pagar un precio (interés) para que éstas se abstengan de consumir una parte transfiriéndoles de esta manera recursos para ser usados en la producción.

Los economistas clásicos 2/, investigaron el fenómeno de las - tasas de interés principalmente en el contexto de una econo-- mía de trueque, que les parecía ofrecer la mejor perspectiva en esta materia, ya que a su modo de ver, los fenómenos moneta rios eran un velo para sus investigaciones más fundamentales. Por tanto, desarrollaron el concepto de la tasa real de inte rés, estrechamente relacionado con lo que hoy pudiera llamarse "tasa de rendimiento del capital".

Es Carlos Marx a través de su estudio "El Capital", quien defi ne más categóricamente la naturaleza de la tasa de interés 3/.

Para Marx, el préstamo de dinero como capital (su cesión bajo la condición de devolverlo al cabo de cierto tiempo) tiene como premisa, el que el dinero se emplee realmente como capital y refluya a su punto de partida.

2/ Entre mediados del siglo XVIII y mediados del siglo XIX se sitúa el grueso de la elaboración científica procedente de la escuela clásica.

3/ Marx Carlos, "El Capital", Sección V, Vol. III, F.C.E., Mé xico 1974.

Para Marx, el interés no es más que una sustantivación frente a la ganancia. La proporción entre la suma que se paga por el uso de un capital; y este capital mismo expresa la cuota del tipo de interés, medida en dinero. El dinero puede convertirse a base de la producción capitalista en capital y dejar de ser un valor dado, para pasar a ser un valor que se valoriza, se incrementa a sí mismo, produce ganancia, es decir, permite al capitalista extraer plusvalía (intereses) y apropiársela, con lo cual adquiere, además de valor de uso que posee como dinero, un valor de uso adicional: el que le permite funcionar como capital.

El marco neoclásico, durante el último cuarto del siglo pasado, da un vuelco radical en el terreno de la reflexión económica y quizás uno de los puntos de partida más discutibles para formular la teoría de las tasas de interés. Para los neoclásicos — hay un mecanismo que permite realizar la condición de igualdad de ahorros e inversiones: y esto es la tasa de interés; si existe un exceso de ahorros respecto a la demanda para bienes de inversión, la tasa de interés tenderá a reducirse como resultado del exceso en la oferta de fondos líquidos, y con la reducción de la tasa de interés se hará más atractiva la actividad inversionista. Gracias entonces a las variaciones de la tasa de interés nunca puede darse una situación de exceso estructural de ahorros frente a las inversiones. Siempre es posible el uso pleno de los recursos disponibles. Si, al contrario, las inversiones fueran excesivas respecto a los ahorros, esto estimularía un aumento de la tasa de interés con la consiguiente reducción de las inversiones y el aumento de los ahorros disponibles 4/.

El primer pronunciamiento cabal de las condiciones para el —

4/ Véase Ugo Pipitone, "Smith, Ricardo, Marx, Keynes" (apuntes para una lectura crítica), pág. 29, Ediciones Maestría en Ciencias Sociales, U.A. de Guerrero, 1981.

equilibrio neoclásico del interés se acredita, por lo general, a Irving Fischer ^{5/}, quien distinguía rigurosamente entre la tasa de rendimiento de los activos físicos, la tasa de interés de los activos financieros y la tasa real de interés de estos últimos activos. El cálculo aproximado de la tasa real de interés se basa en la diferencia entre la tasa de interés y la tasa de inflación, por lo que produce una magnitud comparable a la tasa de rendimiento de capital.

Fisher, en su análisis, distinguía entre equilibrio pleno y — equilibrio parcial, y asociaba estos casos con los efectos de la inflación anticipada y la no anticipada. En el primer caso, el alza general de precios iría acompañada de un incremento — equivalente de la tasa de interés, de suerte que la tasa real de interés tendería a permanecer inafectada por la inflación. En el segundo caso, la tasa de interés dejaría de reaccionar — plenamente ante el alza del nivel de precios debido a la incapacidad de los proveedores de fondos de percibir en su plenitud la pérdida derivada del aumento de precios.

Históricamente el keynesianismo hizo otro importante aporte al análisis de las tasas de interés en países avanzados. Keynes — representa una etapa esencial en el análisis económico a partir de los años treinta de este siglo, en un proceso de crítica y diferenciación interna en el pensamiento neoclásico.

En Keynes, la tasa de interés es fundamentalmente expresada en los siguientes cinco puntos: Primero, la tasa de interés no es una recompensa al ahorro, sino un incentivo por dejar de consumir. Para Keynes entre menor sea la tasa de interés mayor será el estímulo a invertir (Eficiencia Marginal de Capital). Segundo, las tasas de interés son principalmente determinadas, a —

^{5/} Véase Galbis Vicente, "Aspectos teóricos de las políticas de tasas de interés en países en desarrollo", Ensayos No. 46, CEM LA, México 1981.

certo plazo, por las condiciones de equilibrio en sus respectivos mercados financieros, mientras que, en el largo plazo, es tán determinadas por los factores clásicos de austeridad y productividad. Tercero, es posible, en condiciones normales, afectar la tasa de interés aplicando la política monetaria, por ejemplo, una forma de bajar la tasa de interés a corto plazo consiste en acrecentar la oferta monetaria. Cuarto, los movimientos de las tasas de interés pueden influir en la tasa de inversión en sentido opuesto. Quinto, cuando hay empleo, la expansión monetaria puede abatir la tasa de interés sin aumentar los precios, y, como corolario, su efecto sobre la inversión es formalmente similar al de la inflación inesperada de Fischer 6/.

Los criterios más recientes con respecto a los cambios en las tasas de interés, responden a los conceptos monetaristas (Milton Friedman), que han recusado las conclusiones teóricas y prácticas del keynesianismo, arguyendo que crean confusión entre la tasa de interés y la tasa real de interés. Específicamente, la alegación es que el keynesianismo ha llevado a la errónea conclusión de que una aceleración de la tasa de crecimiento del circulante (oferta de dinero) propendería a abatir la tasa de interés, cuando lo cierto es que se inclinaria a elevarla, porque cuanto mayor aumento muestre la oferta monetaria, mayor sería asimismo la tendencia a aumentar la tasa de inflación y, por ende la tasa de interés.

Los cierto es que en la actualidad, hay un debate entre keynesianos y monetaristas que revelan una notable diferencia entre las premisas que marcan el punto de partida de las teorías de las tasas de interés, diferencias que explican discrepantes aplicaciones en las políticas de tasas de interés, en países capitalistas y en vías de desarrollo.

6/ Galbis Vicente, ob. cit.

En nuestro país los tipos de interés desempeñan varias funciones importantes mediante las cuales influyen en una gran variedad de decisiones y resultados económicos como son: influir en la demanda y en la distribución de los fondos obtenidos en préstamos; orientar el crecimiento económico al afectar el nivel de la productividad de la inversión, así como - la magnitud y la utilización del ahorro.

Algunas experiencias de varios países indican que el tipo de interés, y en particular el tipo de interés aplicado a los depósitos de ahorro, tienen un impacto considerable en el volumen del ahorro, y que existe cierta relación entre las disminuciones del ahorro financiero y la insuficiencia del crecimiento.

1.2. LA TASA DE INTERES UN INSTRUMENTO DE POLITICA MONETARIA.

La política monetaria es una de las áreas de la política económica que se caracteriza por contar con un número muy variado de instrumentos de control monetario. Estos pueden en principio, ser divididos en dos grandes grupos. En primer término, se deben considerar aquellos instrumentos que por actuar en una forma más permanente sobre la oferta monetaria y sobre la liquidez general del sistema económico, se les podría denominar como instrumentos de carácter básico. Entre éstos, de mayor importancia se consideran: las operaciones de mercado abierto, las operaciones de redescuento y las modificaciones en el régimen de encaje legal.

Un segundo grupo de instrumentos que por tener un carácter más circunstancial, se les podría denominar como instrumen-

tos adicionales o de apoyo, son conceptualmente cualitativos, porque ejercen funciones destinadas a vigilar la solvencia del sistema financiero, los cuales tienden a estar conformados a un marco institucional propio de cada país, entre éstos se identifican: la tasa de interés, la base monetaria que representa la creación de dinero primario y la oferta monetaria con todas sus acepciones de M_1 , M_2 , M_3 y M_4 .

Los instrumentos de control monetario, los básicos como los de apoyo, constituyen las variables inmediatas sobre las cuales se ejerce la acción de la autoridad monetaria, que a su vez influyen sobre otras variables del sector financiero y son relevantes en determinaciones de política monetaria y económica, como son: el aumento o disminución de pasivos en el Banco Central, reservas de los bancos comerciales, regulación de la cantidad de medios de pago en circulación, y la adecuada canalización de los recursos captados.

Es necesario explicar brevemente cada uno de estos instrumentos de política monetaria, que nos servirán como punto de referencia para analizar el diseño de la política monetaria en México y como punto central en las tasas de interés.

- Operaciones de Mercado Abierto.

En un sentido amplio, las operaciones de mercado abierto, comprenden la compra o venta de valores de corto, mediano y largo plazo que el banco central hace en el mercado de cualquier papel que comercie, sean valores del Estado, aceptaciones bancarias o divisas en general.

Fundamentalmente, tres son los objetivos principales de las operaciones de mercado abierto: 1) modificar el volumen de dinero primario, esto es, proporcionar una base adecuada para la expansión monetaria a largo plazo de acuerdo con los requisitos de liquidez del crecimiento económico; 2) influir

sobre el nivel de las tasas de interés (este mecanismo de mercado responde a una regla muy simple; en general, entre mayor es la tasa de interés mayores son las posibilidades de venta de valores por parte del Banco Central y viceversa), además este tipo de operaciones puede realizarse tanto entre el sector bancario como entre el público en general. 3) Ayudar al financiamiento del déficit público a través del mantenimiento artificial de bonos gubernamentales, que ha traído consigo la monetización excesiva de la deuda.

Las operaciones de mercado abierto se han convertido en un instrumento contracíclico importante. Estas operaciones tienen directa e inmediatamente a aumentar o disminuir la cantidad de dinero en circulación y las reservas de efectivo, - tienden a provocar fluctuaciones relativas de las tasas de dinero y de las condiciones del crédito.

- Encaje Legal.

Se considera que la función del encaje legal, es controlar la expansión o contracción múltiple del crédito y la circulación monetaria, con base en aumentos o descensos en la base de reserva o coeficiente de reserva, con el objeto de darle seguridad y solidez al sistema bancario, de acuerdo a los requerimientos económicos del país.

El encaje legal o reserva legal, tradicionalmente se ha referido al coeficiente de liquidez y es una suma representada por dinero en efectivo, que constituye un cierto porcentaje de los fondos recibidos por los bancos y responde a la finalidad de hacer frente a la canalización y regulación selectiva del crédito.

En nuestro país, conforme al sistema de encaje, determinado por el Banco de México, los recursos captados por las instituciones bancarias se clasifican en dos grupos de importan-

cia * : a) recursos en depósito obligatorio y b) recursos de canalización directa por las instituciones de crédito. En el primer grupo se integra la reserva legal que constituyen depósitos en el Banco Central, con el objeto de dotarlo en forma permanente o temporal de fondos reguladores de la liquidez interna y de las reservas internacionales, asimismo hay recursos que hacen frente a las necesidades del Gobierno Federal, según la política monetaria y fiscal que se fije y recursos destinados a los fideicomisos financieros de fomento.

En el segundo grupo, están los recursos de canalización directa por las instituciones de crédito, para atender sectores prioritarios señalados por el Banco Central (agricultura, vivienda de interés social, etc.).

El encaje legal, es determinado por el Banco de México y es coincidente con la política económica general del Gobierno, lo que hace que la estructura e interpretación del sistema de encaje se modifique a las necesidades del país y requerimientos de financiamiento.

- Redescuento.

El redescuento es una operación mediante la cual un Banco Central otorga temporalmente fondos a los bancos comerciales o a otras instituciones crediticias contra documentos comerciales seleccionados a corto plazo u otros de su cartera, atendiendo actividades específicas o de emergencia.

El redescuento se utiliza junto con otras técnicas monetarias y es directamente el banco central el que suele adoptar las medidas monetarias sobre expectativas del mercado y la

*/ Véase el artículo "Instrumentos de política monetaria y crediticia", en Cincuenta años de Banca Central, F.C.E., la reimp. México 1981, pp. 369-387.

estructura de la tasa en general. El Banco Central puede facilitar o desalentar los préstamos, reduciendo o elevando la tasa de redescuento aplicable, facilitando o restringiendo - las cláusulas y condiciones necesarias para las transacciones crediticias más apropiadas.

En nuestro país en combinación con otros instrumentos de regulación monetaria, la operación de redescuento se ha utilizado a través del Banco de México y Nacional Financiera, para financiar principalmente la agricultura y ganadería. También a través del redescuento se obtienen recursos del exterior a través de bancos extranjeros como son el BID, BIRF y otros con el objeto de allegar de fondos a los gobiernos del país para financiar la infraestructura o ramas prioritarias de la producción.

- Tasa de Interés.

Es un instrumento de control monetario, utilizado para regular el costo de los recursos crediticios, ejerce una acción operativa inmediata sobre otros instrumentos o variables de política monetaria, como son la oferta monetaria.

Las tasas de interés son reguladas y fijadas por el Banco de México, como autoridad monetaria en nuestro país. Los tipos de interés tienden a subir o a bajar, de acuerdo a las condiciones económicas y financieras del país y fungen como una guía para la política económica. El costo de las tasas de interés persigue los siguientes objetivos:

- Regular el costo de los recursos que se canalizan a distintos sectores económicos, de acuerdo a políticas selectivas que el propio Banco señala, con el propósito de apoyar y favorecer actividades prioritarias como son el campo, la vivienda, la industria, etc.

- Permitir que el ahorro y recursos generados permanezcan en

el país; y

- Permitir que el costo del dinero en el país sea también - competitivo en los mercados de capitales internos y externos.

- Base Monetaria

La definición convencional de la base monetaria que nos indica las fuentes y usos del dinero primario puede describirse de la siguiente manera:

$$RI + DG + DP + DB = C + R$$

$$\text{Fuentes / Activos} = \text{Usos / Pasivos}$$

en donde:

RI = Reservas internacionales netas

DG = Saldo neto de la deuda del sector gobierno con el Banco Central

DP = Saldo neto de la deuda del público en general con el - Banco Central.

DB = Saldo neto de la deuda del sector bancario con el Banco Central.

C = Circulante (billetes y monedas).

R = Reservas del sistema financiero sostenidas en el Banco Central.

El lado izquierdo señala las fuentes de la base monetaria o dinero primario, mientras que el lado derecho indica los usos de la misma. La identidad representa también los activos y pasivos del Banco Central respectivamente. Un aumento en la base monetaria significa que la deuda con el Banco Central, de cualquiera de los sectores que participan en la actividad - económica, ha aumentado. El compromiso de la deuda adquirido por cualquiera de los sectores económicos con la banca cen- tral, representan un activo para esta última institución que, a su vez, debe ser compensado por un aumento en los pasivos del Banco Central, representados éstos por un aumento del circulante en poder del público y de la Reserva Bancaria. Así -

en la práctica, las fuentes del dinero primario o de la base monetaria pueden ser la deuda pública que se contrata con el Banco Central; el saldo neto de crédito que el Banco Central otorga al sector privado, especialmente al sector bancario; y la reconversión a moneda doméstica que hace la banca central de las divisas captadas *.

La base monetaria o la creación de dinero primario se ve modificada, o multiplicada, en determinada proporción a través de los mecanismos financieros, parte del dinero en poder del público se traduce en depósitos bancarios, una proporción de los cuales se transforma en crédito, el cual, a su vez, tenderá a transformarse de nueva cuenta en depósitos bancarios y posteriormente en crédito. Así, la base monetaria se ve, de hecho multiplicada por los mecanismos del sistema financiero para determinar la oferta monetaria en sus distintas acepciones, así como el crédito interno del sistema. También resulta como se mencionó anteriormente, que la base monetaria junto con las tasas de interés, son las variables operativas a través de cuya acción se influye sobre las otras variables del sistema (M_1 , M_2 , etc. y crédito interno).

*/ Vázquez Enríquez Alejandro, léase la "Política Monetaria: 1973-1981", Revista Economía Mexicana, No. 4, págs. 25-45, CIDE, México 1982.

1.3 EL PLANO TEORICO DE J.M. KEYNES Y MILTON FRIEDMAN.

En el plano teórico de las tasas de interés figuran muchas consideraciones generales, que han sido muy discutidas al diseñar se las políticas, como son la opción entre reducir o incrementar la oferta monetaria, incrementar o bajar las tasas de interés, o el de controlar las expectativas inflacionistas.

Como ya se comentó con anterioridad, el caso keynesiano continúa siendo un paradigma que discrepa notablemente del caso monetarista, por lo que en este inciso se explican los supuestos básicos de la oferta y demanda de ambas teorías y el equilibrio con la tasa de interés.

1.3.1. TEORIA DE J.M. KEYNES

Jonh Maynard Keynes, se le considera el economista más importante y controvertido del siglo XI. Su obra cumbre, la "Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero", publicada en 1935, se escribe al calor de la Gran Depresión de los años --treinta, período de desajustes y transtornos capitalistas, guerras, crisis internacional, por lo que Keynes centra su atención principalmente en dos de los problemas vigentes en esa época: a) los desajustes monetarios y financieros y b) las fluctuaciones económicas y la desocupación 8/.

El enfoque de Keynes considera, que la tasa de interés no es el factor compensador que iguala la demanda de ahorros. La tasa de

8/ Sunkel O. y Pedro Paz, "El Subdesarrollo Latinoamericano y la Teoría del Desarrollo", pág. 231, Siglo XXI, México 1979.

interés no es recompensa al ahorro o a la espera, por el contrario, la tasa de interés es la recompensa por privarse de liquidez durante un período determinado, es una medida de la renuncia de quienes poseen dinero a desprenderse del poder líquido que dá.

La tasa de interés, es el "precio" 9/ que equilibra el deseo - de conservar la riqueza en forma de efectivo, con la cantidad disponible de este último. En consecuencia si la tasa de interés es baja, las preferencias por la liquidez debidas al motivo transacción aumentan porque absorben más dinero y el ingreso nacional también aumenta. Un incremento en la cantidad de - dinero reduce la tasa de interés y aumenta el volumen de inversión (Eficacia Marginal de Capital, véase la gráfica 1-A) y es to hace suponer que eleva la ocupación, y viceversa. Luego en tonces, la cantidad de dinero es el factor que combinado con - la preferencia por la liquidez determina la tasa real de interés.

"La preferencia por la liquidez es una potencialidad o tendencia funcional que fija la cantidad de dinero que el público - guardará cuando se conozca la tasa de interés; de tal manera - que si r es la tasa de interés, M la cantidad de dinero y L la función de preferencia por la liquidez, tendremos $M = L(r)$. - Tal es la forma y lugar en que la cantidad de dinero penetra - en el mecanismo económico" 10/.

Keynes, señala, la velocidad-ingreso del dinero o demanda del dinero, mide la proporción de ingresos que el público aparta para guardar en efectivo 11/. Un aumento en la velocidad-ingreso del dinero predice un síntoma para una reducción en la pre-

9/ John Maynard Keynes, "Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero", pág. 152, F.C.E., 7a. reimp. México 1983.

10/ Ibidem.

11/ Ibidem. pág. 175.

ferencia por la liquidez.

Para Keynes, la tasa de interés va ligada ante todo a reacciones del medio ambiente, propicio para los negocios (noticia, confianza, conocimiento e interpretación). Un cambio en las expectativas, modifica la tasa de interés, dado que a cada conjunto de circunstancias y de expectativas corresponderá una tasa de interés.

Dice Keynes, las operaciones de mercado abierto, pueden hacer variar la tasa de interés de la siguiente manera: a) variando el volumen del dinero, b) dando origen a expectativas cambiantes relativas a la política futura del banco central o del gobierno.

Cuanto mayor sea la cantidad de efectivo que se cree por la compra de valores y deudas, mayor es la baja en la tasa de interés.

Cuanto mayor sea la cantidad de efectivo que se cancele por la venta de valores, la tasa de interés subirá, porque habrá siempre un excedente de efectivo que nadie estaría dispuesto a guardar.

En el análisis de Keynes, la inestabilidad se encuentra presente en cualquier momento, dado que el motivo transacción y el motivo precaución no son independientes del motivo especulación. Por lo que Keynes, tomó en consideración los siguientes elementos:

$$M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r)$$

funciones de liquidez ^{12/}.

^{12/} Echeverría Juan, "Teoría del Dinero y del Comercio Internacional", pág. 62, Editorial Tecnos, S.A., Madrid, 1963.

de donde:

M_1 = cantidad de dinero para motivos de transacción y precaución ----- aquí el tipo de interés no se afecta en forma directa.

M_2 = cantidad de dinero para el motivo de especulación ----- aquí la tasa de interés se modifica directamente.

L_1 = liquidez para el motivo de transacción y precaución ----- depende principalmente del ingreso

L_2 = liquidez para el motivo de especulación ----- depende de la relación de la tasa de interés y el estado de las expectativas.

Lo que Keynes distingue, son tres elementos a investigar: (véase Gráfica 1-B)

a) La relación de los cambios entre la cantidad de dinero (M), respecto del ingreso (Y) y la tasa de interés (r). La división del incremento de efectivo entre M_1 y M_2 en la nueva posición de equilibrio dependerá de la respuesta de la inversión ante una baja en la tasa de interés; y la del ingreso a un aumento en la inversión.

b) Lo que determina la forma L_1 (Y) \longrightarrow transacción y precaución.

c) Lo que determina L_2 \longrightarrow especulación \longrightarrow la potencia-
lidad que encierra la función de liquidez.

En consecuencia hay una relación existente entre M_1 y el ingreso (Y) y M_2 y la tasa de interés (r).

Si $M_1 \uparrow$ $M_2 \downarrow$, si $M_2 \downarrow$ la tasa de interés \uparrow , lo que a su vez, frenará la inversión, el nivel de empleo y finalmente, la renta.

Si la inversión \nearrow el nivel de interés \checkmark por lo tanto M_1 sube \nearrow . Por lo tanto, la inversión se estimula, también el nivel de empleo y la renta, y ésta a su vez incrementará la cantidad de M_1 para transacciones.

Keynes dice, la tasa de interés es un fenómeno muy convencional, más que psicológico; porque su valor real está determinado en gran parte por la opinión que prevalezca acerca del valor que se espera irá a tener.

La tasa de interés a largo plazo, dependerá no solamente de la política actual de las autoridades monetarias, sino también de las previsiones del mercado en el futuro. M_2 puede tender a aumentar sin límite, en respuesta a una reducción de la tasa de interés. En particular, cuando M_1 aumenta más que M_2 , la tasa de interés subirá y viceversa.

La tasa de interés en el corto plazo son controladas con mayor facilidad por las autoridades monetarias, dado que la tendencia del público es conservar más efectivo del necesario, para satisfacer el motivo transacción o el motivo precaución en el corto plazo.

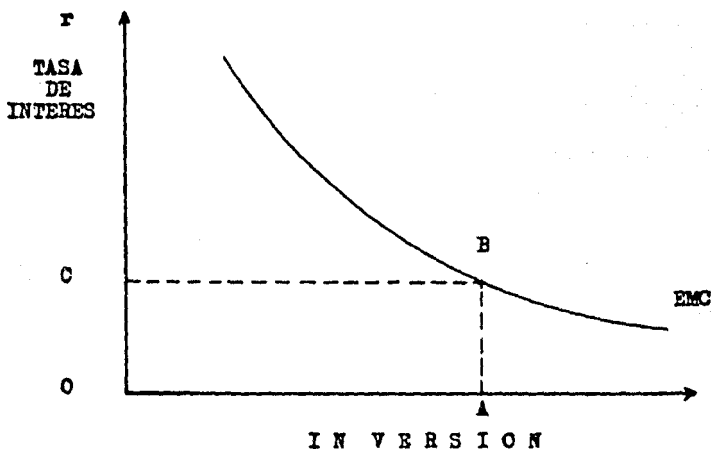
En consecuencia, a cada cantidad de dinero creada por la autoridad monetaria, habrá una determinada tasa de interés o más propiamente, un complejo determinado de tasas de interés para las deudas de diversos vencimientos.

Por último, Keynes hace alusión de que si en una sociedad estática, la gente no sintiera la menor incertidumbre de las expectativas futuras en las tasas de interés, la función de liquidez L_2 o la propensión a atesorar, estaría siempre en equilibrio, es decir sería siempre $M_2 = 0$ y $M = M_1$.

*De manera que cualquier cambio en M hará que la tasa de in-

terés fluctúe hasta que el ingreso alcance un nivel al cual la variación en M_1 sea igual a la que supone que ocurre en M'' 13/.

GRAFICA 1-A "CURVA DE DEMANDA DE INVERSION" *



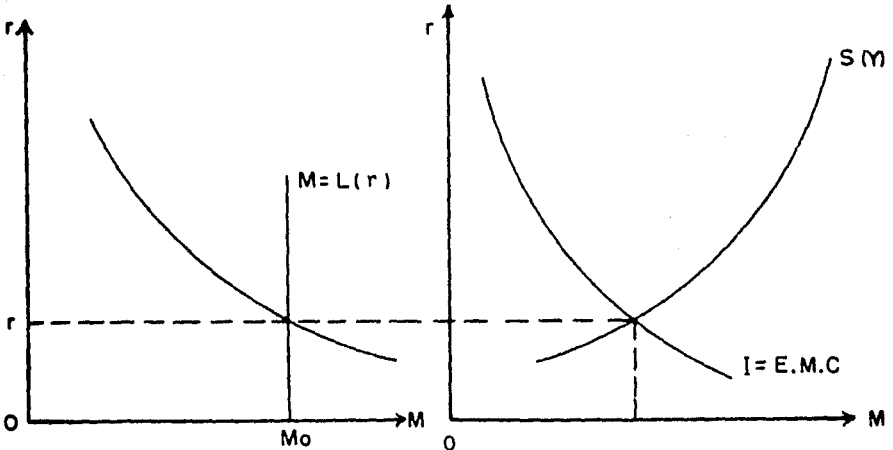
La curva EMC representa la Eficacia Marginal de Capital, que es la curva de demanda de inversión. La escala de inversión depende de la tasa de interés y la EMC. (OCBA). Por lo tanto el equilibrio se dará, cuando la eficacia marginal de capital sea igual al tipo de interés monetario.

13/ Keynes J.M., pág. 187, ob. cit.

*/ Fuente: Echeverría Juan, pág. 71, ob. cit.

GRAFICA 1-B

"CURVA DE LA FUNCION $M = L(r)$ " *



La tasa de interés es virtualmente un fenómeno monetario que surge de la función $M = L(r)$.

La cantidad de dinero (M_0) es el factor que combinado con la preferencia por la liquidez determina la tasa real de interés (r).

La tasa de interés es el resultado en el equilibrio del mercado monetario. (S) es la curva de ahorros, pero el ahorro se genera por cierto volumen de ingreso (Y). En consecuencia a cada nivel de ingreso corresponde un nivel de tasa de interés -- (r, Y).

Keynes niega, que la tasa de interés lleve al equilibrio las decisiones de ahorro e inversión. Su teoría consiste en decir que lo que fluctúa son los niveles de ingreso a cada nivel de ingreso (Y) hay un equilibrio en ($S-I$).

*/ Fuente: Echeverría Juan, pág. 72, ob. cit.

1.3.2. TEORIA DE MILTON FRIEDMAN

La evolución del pensamiento friedmaniano se puede observar --acentuadamente durante 1956 a 1969, y se centra en los acontecimientos que se dieron en las décadas posteriores de la gran crisis de 1929-1933*. La parte sustancial de la concepción teórica de Friedman, se encuentra en lo que se conoce como mercado de dinero, en donde confluyen los elementos del razonamiento monetarista de concebir a la economía capitalista bajo la función de la demanda de dinero y la función de la oferta monetaria.

1. Para la teoría de la demanda de dinero, Friedman rescata lo fundamental de la teoría de los saldos monetarios de Pigou**. Según ésta, la demanda de dinero tiene un carácter básicamente precautorio y se realiza en términos reales; ella sólo fluctúa con los cambios en la riqueza de los individuos, por lo que es estable. Sin embargo, Friedman realiza algunas modificaciones importantes a esta formulación con el objeto de integrar desde su óptica los puntos expuestos por Keynes 14/.

Sostiene que si bien la demanda de dinero está en función de la riqueza de los individuos como proponía Pigou^o, dicha riqueza -- es una variable de stock, y el análisis monetario requiere de

*/ Los supuestos de Friedman están dirigidos a revitalizar la política monetaria. Sus estudios ponen de manifiesto, que el origen a este crac, se dio por una manipulación errónea de la oferta de dinero, por parte de las autoridades monetarias, en la medida en que fue la restricción inadecuada de la oferta monetaria lo que provocó tal situación.

**/ Para la función de la demanda de dinero, Friedman sigue -- los pasos de sus predecesores neoclásicos: Walras, Frisher, y Pigou.

14/ "Teoría Política Monetaria", pág. 522, Facultad de Economía, Sistema de Universidad Abierta, UNAM, México 1985.

o/ Friedman, rescata la ecuación de los saldos de Pigou, considerando que un individuo puede aumentar o reducir sus saldos,

variables de flujo: Si se descuenta dicha riqueza a valor presente en base a la tasa de interés, se le puede presentar como ingreso permanente, que es un flujo. Con este modo de concebir los ingresos de los agentes económicos, hace aparecer a todos estos como propietarios de un stock de algún bien que le genera aquel flujo continuo de rentas. De este modo, todos los agentes económicos se relacionan con la fuente de sus rentas como si se tratara de un capital colocado a interés, es decir, - que se "capitaliza" toda la riqueza social. Con este artificio lógico se dan las bases para integrar la demanda de dinero dentro de la teoría del capital sin que ella adquiriera un carácter especulativo, y por tanto inestable, como lo consideraba Keynes 15/.

Para Milton Friedman, la conservación de riqueza no es solo la opción entre dinero, acciones y bonos como lo señalaba Keynes. Friedman niega la importancia en el análisis de Keynes con respecto a los motivos para demandar dinero (transacción, precaución y especulación). Friedman, dice, en la demanda no hay -- conducta especulativa sino precautoria con lo que la función - de demanda de dinero tiene un carácter estable.

Los individuos actúan con el objetivo de maximizar la satisfacción global que les produce el consumo de los diferentes bie--

solo si otro individuo o individuos se ven inducidos a aumentar o reducir sus saldos, solo si otro individuo o individuos se ven inducidos a aumentar o disminuir los suyos; es decir, - hacen lo contrario de lo que él hace. Si los individuos, como un todo, trataran de reducir el número de dólares que mantienen, no podrían. Sin embargo, al tratar de hacerlo, aumentarían el flujo de gastos y de renta monetaria, ya que cada uno tratará de gastar más de lo que recibe; en el proceso, aumentarán - los ingresos de algún otro, y recíprocamente, se verá, el mismo, en mejor situación debido a los intentos de los demás de - gastar más de lo que reciben. Entre tanto, los precios subirán, lo que reducirá el valor real de los saldos; estos es la cantidad de bienes y servicios que podrían comprar con dichos saldos.

15/ "Teoría Política Monetaria", pá. 523, ob. cit.

nes; tomando en consideración la satisfacción que le produce cada bien en sus demandas globales. Asimismo Friedman, señala, que la demanda de dinero que se puede ejercer en términos reales y como una proporción del ingreso permanente; se aplica sobre cuatro tipos de bienes: dinero, activos financieros, bienes en general y riqueza humana**/.

Tanto los beneficios financieros como la satisfacción subjetiva en el consumo integran el estudio de la demanda de dinero, considerándola como una forma de conservación de riqueza alternativa a otros consumos, en razón del servicio de seguridad -- que dá el dinero.

Se hace, entonces, que la demanda de dinero dependa del rendimiento de los bonos (r_b); del rendimiento de las acciones (r_e); de la variación en el tiempo de los precios, o tasa esperada de incremento en los precios ($1/P \partial P/\partial t$); de la relación entre riqueza no humana y riqueza humana (w); del flujo total de renta (Y), y de los gustos, preferencia, etcétera (u). Por ello, la demanda de liquidez real (M/P) se expresa en la siguiente ecuación:

$$M/P = f(r_b, r_e, 1/P \partial P/\partial t, w, Y/P, u). \quad 16/$$

Simplificando, escribimos la demanda de dinero en función de nivel de precios, el nivel de renta real y el tipo de interés corriente es decir: $M_d = P \times l(X/P, i)$ 17/.

*/ Si bien la demanda de dinero está en función de la riqueza de los individuos y si se descuenta dicha riqueza a valor presente en base a la tasa de interés, se le puede considerar como ingreso permanente.

**/ Los teóricos cuantitativos modernos consideran el capital humano como un componente de las carteras individuales. Una inversión de este tipo podría realizarse al gastar dinero adicional en educación y formación.

16/ Quijano José Manuel. "México; Estado y Banca Privada", Ensayo No. 3, pág. 314, CIDE, la. reimp., México 1983.

Los monetaristas conceden gran importancia a la cantidad de dinero, como un determinante de los precios. Para Friedman, todo incremento en la cantidad de dinero provoca un aumento en el nivel de precios. Friedman, dice, económicamente hay una co rrelación entre la cantidad de dinero y el ingreso nacional, - de tal modo que ambos aumentan o decrecen conjuntamente; a medida que el ingreso real pércapita se incrementa, el monto de dinero que la gente desea atesorar se incrementa más que proporcionalmente. En cuanto al costo de conservar dinero, depende de la tasa de interés y de la tasa de cambios en los precios.

2. La función de la oferta monetaria, se convierte para Friedman, en un instrumento esencial de política económica */. El supuesto básico del monetarismo en cuanto a la oferta es su independencia con respecto a la demanda, a diferencia de la función de la demanda, la de la oferta se caracteriza por ser exógena ** o no dependiente de las decisiones de los agentes económicos - privados.

El suponer una oferta exógena de dinero, se infiere la autonomía de los movimientos de la oferta monetaria respecto a las - variables reales del sistema, es decir, se establece la independencia del comportamiento de la oferta de dinero respecto a los movimientos en la cantidad deseada de liquidez por parte - de los individuos. Se impone la determinación de la oferta sobre la demanda monetaria, siendo el ingreso permanente el que ajustaría sus posibles discrepancias.

17/ "Teoría Política Monetaria", pág. 540, ob. cit.

*/ Todo cambio que la oferta monetaria tenga, se reflejará en el nivel de precios y el ingreso nominal, porque hay un fuerte vínculo entre los cambios de la oferta y los cambios en los - precios tanto en los períodos cortos como en los largos. La - oferta sigue el movimiento en los precios. En consecuencia, la solución al movimiento errático del nivel de precios está en - controlar la oferta monetaria. M. Friedman, sugiere que ésta - debiera crecer entre 3 y 5% anual para garantizar la estabilidad a largo plazo de los precios.

**/ Se argumenta que a las autoridades monetarias les es posi-

Friedman, atribuye gran importancia a la cantidad de dinero y no propiamente a las tasas de interés; para él, un cambio en la tasa de crecimiento de la oferta de dinero desplazará los tipos de interés, primero en una dirección determinada y luego en la dirección opuesta. Supongamos que las autoridades aumentan la cantidad de dinero al comprar valores en el mercado abierto. Suponiendo una curva para la preferencia por la liquidez inclinada negativamente, esta acción hará que el precio de los activos suba y las tasas de interés bajen. Consecuentemente, la cantidad de dinero se habrá incrementado y la tasa de interés habrá disminuido. Sin embargo, agrega Friedman, "esto es sólo el comienzo del proceso", ya que el incremento en la cantidad de dinero estimulará el gasto por dos vías: 1) al disminuir la tasa de interés, se estimulará la inversión, y 2) al disponer de un balance de caja* superior al deseado, la gente incrementará su consumo (su gasto), el incremento de gastos subirá la renta, la cual, a su vez, subirá la curva de preferencia por la liquidez. Con el aumento del gasto, se elevará tanto el ingreso nominal como los precios y, en consecuencia, la cantidad de dinero disminuirá en términos reales, y la tasa de interés, que inicialmente había bajado, tenderá a subir. Según Friedman, estos efectos "volverán al revés el descenso inicial en los tipos de interés bastante rápidamente, digamos en algo menos de un año" 18/.

Además, los precios en alza llegarán a afectar las expectativas de las personas sobre los movimientos futuros en los pre-

ble guiar al sistema financiero hacia su expansión óptima controlando la tasa de interés y la tasa de variación de M . Endógena, significa el caso contrario, lo que está fuera de su control. P. ej. lo que está sujeto a las relaciones y reacciones del público y el sistema bancario.

*/ Se refiere al deseo de gastar más; los precios monetarios, subirán hasta que el ingreso nominal sea igual con el mismo flujo de ingresos que antes.

18/ Véase "Teoría Política Monetaria", págs. 533 a 543, ob. cit. y Quijano José Manuel, págs. 322 y 323, ob. cit.

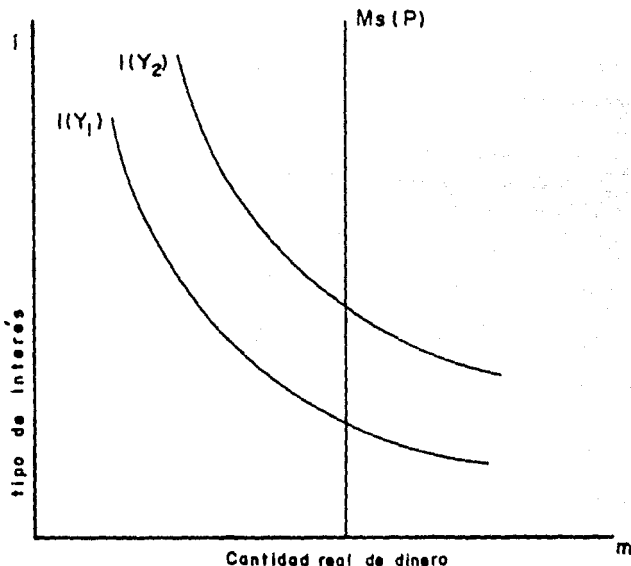
cios. Una vez que los prestamistas llegan a anticipar una subida mayor en los precios, cobrarán tipos de interés nominales - más altos en los préstamos con objeto de mantener el valor real de sus ganancias de intereses. De igual modo, los prestatarios estarán más dispuestos a pagar tipos de interés nominales más elevados cuando anticipen subidas más rápidas en los precios. Este "efecto de expectativas" definitivamente tienen correspondencia con la contracción, o el lento crecimiento de la cantidad de dinero.

De donde se desprende , en contra de lo que suele creerse, que las bajas tasas de interés (nominales) tienen correspondencia con la contracción, o el lento crecimiento de la cantidad de dinero, y las altas tasas de interés tienen, al igual, una correspondencia con la expansión monetaria. "La autoridad monetaria puede asegurar bajas tasas de interés nominales promoviendo una política monetaria deflacionista" 19/.

Veáanse las gráficas 2-A y 2-B.

19/ Quijano José Manuel, pág. 323, ob. cit.

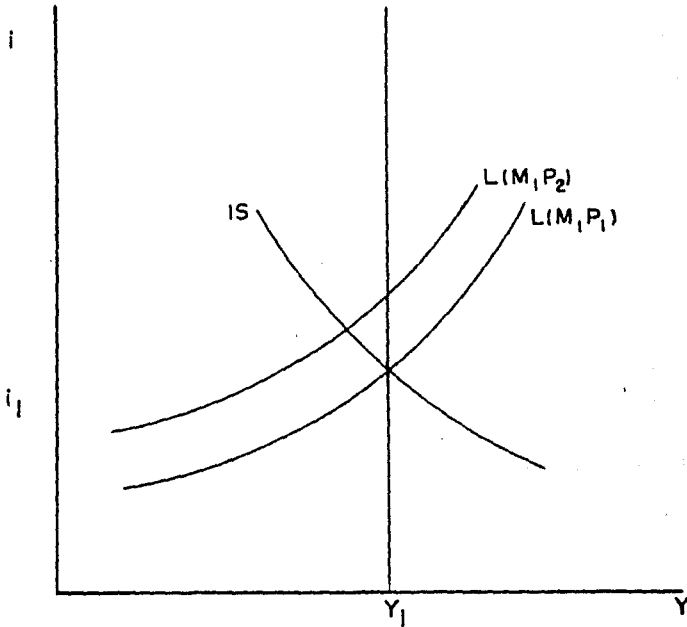
GRAFICA 2-A "SITUACION EN EL MERCADO DE DINERO" *



Cada curva demuestra la cantidad de saldos reales que se demandarían a los diferentes tipos de interés para un nivel dado de ingreso real. Los niveles más altos de ingreso real estarán en función de las curvas (1) que se sitúan a la derecha del origen. Para una oferta nominal dada de dinero, la posición de la curva que indica la cantidad real de dinero dependerá del nivel de precios. Niveles de precios más altos estarán en función de las curvas de oferta real de dinero que estén más cerca del origen.

*/ Fuente: "Teoría Política Monetaria", págs. 539 y 540, ob. c.

GRAFICA 2-B "EQUILIBRIO EN EL MERCADO DE BIENES Y DINERO" *



Con lo que respecta a la curva LM (oferta), habrá una posición diferente de la curva para cada nivel de precios. Cualquier combinación de la tasa de interés (i) y el ingreso (Y) y que se sitúe en la curva (IS) de demanda, será compatible con un equilibrio simultáneo en los mercados de bienes y dinero, dado el nivel de precios.

*/ Fuente: "Teoría Política Monetaria", págs. 539 y 540, ob. cit.

1.4 EQUILIBRIO EN EL MERCADO DE DINERO

Las condiciones de equilibrio en el mercado monetario se consideran de suma importancia para el análisis económico, ya que los resultados de la política monetaria dependen tanto de las acciones del sistema bancario, que afectan las condiciones de la oferta monetaria, como del comportamiento del público, que determinan las condiciones de su demanda. En México, esta conducta del público y, por tanto, el mecanismo de ajuste entre la oferta y la demanda en el mercado de dinero, han sido hasta el momento, elementos de gran complejidad.

En México, se considera que la demanda es una función independiente de la oferta y las variaciones en la oferta de dinero ocasionan cambios en el gasto total (en la demanda agregada), por lo que esto influye no solamente en el nivel de ingreso - (PIB), sino también sobre los precios y la balanza de pagos.

Esquemáticamente señalaremos el mecanismo de ajuste entre la oferta y demanda de dinero.

Equilibrio en el Mercado de Dinero	a) { principales variables	{ -tasa de interés -ingreso real -nivel de precios -balanza de pagos
Demanda de Dinero	b) { variables teóricas	{ -riqueza real -costo de mantener dinero
	c) { variables que la determinan	{ -ingreso real -tasa esperada de inflación
Oferta Monetaria	d) { variables determinantes	{ -base monetaria -multiplicador monetario

Explicación del esquema: 20/

a) Existen cuatro variables principales, cuyos movimientos — equilibran el mercado de dinero, estos son: la tasa de interés, el ingreso real, el nivel de precios y la balanza de pagos, que conjuntamente representan mecanismos complementarios de ajuste en el mercado de dinero, las cuales actúan e influyen unas con otras.

b) La riqueza real se consideran los saldos monetarios reales mantenidos por el público.

- El costo unitario de mantener una cantidad real de dinero, - se integra por la suma de los dos componentes siguientes:

1. El costo de oportunidad, definido como el rendimiento real, que probablemente se hubiera recibido de haber invertido no en dinero, sino en otra clase de activos.

2. La pérdida de valor del dinero, esto es debido a incrementos en el nivel de precios. Este costo por unidad es igual a la - tasa de inflación y consiste en la pérdida que resulta de mantener dinero o cualquier otro activo cuyo valor esté definido en términos nominales. Si la tasa de inflación actual excede a la deseada, se pierde ingreso alternativo no ganado (tasa de interés), por el contrario, los costos significan la pérdida - representada por la mayor inconveniencia y/o el mayor riesgo.

c) El ingreso real será el nivel de riqueza real.

- La tasa esperada de inflación, será un promedio ponderado de la tasa actual de inflación y de las tasas pasadas.

d) Las autoridades monetarias supuestamente son las que determinan la masa monetaria, sin embargo los criterios a seguir -

20/ Véase Gómez Oliver Antonio, Demanda de Dinero, "Cincuenta años de Banca Central", págs. 275-327, ob. cit.

son difíciles de manejar y con frecuencia inadecuados; las autoridades monetarias no poseen un esquema de perfección, son - las propias variables de la economía las que coadyuvan a la de terminación de la política monetaria.

Un proceso de ajuste en una economía abierta*, será: Si se incrementa el ritmo del gasto, se incrementa la oferta monetaria dada la demanda de dinero, significa una mayor demanda agregada que recaerá sobre los bienes, servicios y activos del interior y exterior. Para satisfacer el exceso de demanda de dinero, la oferta monetaria también deberá aumentar necesariamente.

El incremento en la parte interna de la base monetaria es decir del crédito interno concedido por el banco central, causa un exceso de oferta, por el mismo concepto se presentará un -- exceso de demanda de bienes y activos del exterior, tendiente a reducir el nivel de las reservas internacionales 21/ que, a su vez, disminuirá la oferta monetaria.

Excesos de oferta o demanda monetaria tenderán a reflejarse en modificaciones sobre el nivel de las reservas internacionales. Las variaciones en el nivel de reservas internacionales netas del Banco de México, dependen fundamentalmente de los cambios en la demanda por dinero del público y de las acciones de política monetaria que afectan al crédito concedido por el Banco Central y el multiplicador bancario.

Se concluye que las autoridades monetarias determinan tanto la tasa de expansión del dinero y por ende, la tasa de inflación

*/ En una economía abierta, la tasa de interés interna, debe ajustarse al riesgo cambiario más que a las expectativas de inflación.

21/ Este criterio corresponde al enfoque monetarista de la balanza de pagos visto por H. Johnson y R. Mundell. Véase La Oferta Monetaria en México, en Quijano J. Manuel, págs. 375-410, ob. cit.

por un lado, cuanto la tasa de interés, por el otro. Por eso, según este criterio, el problema puede resolverse reduciendo la tasa de expansión monetario y/o dejando libres las tasas de interés 22/. En la práctica M se halla bajo el control de las autoridades monetarias en los países en desarrollo, porque las autoridades monetarias tienen el monopolio de la oferta de dinero*.

Por lo que hace al mercado de dinero, la tasa de interés equilibra la cantidad que se desea mantener como acervo, en relación con la oferta existente. La otra posibilidad, sino se quiere mantener dinero, es mantener otros activos, financieros o reales, que generen un flujo nominal de rendimiento. Este se compone de una parte real y otra que refleja las variaciones del nivel absoluto de precios. Por lo tanto, si en lugar de mantener estos activos, mantenemos dinero, estamos incurriendo en un costo que puede medirse por el referido rendimiento; este rendimiento se simboliza por la tasa nominal de interés de mercado, es decir, la tasa real natural más la tasa esperada de inflación. Cuanto más alto sea este costo, menor será la cantidad de dinero que, en términos reales, deseardá mantener la comunidad.

22/ Galbis Vicente, "Aspectos teóricos de las políticas de tasas de interés en países en desarrollo"; pág. 6, ob. cit.

*/ Sacristán Colás dice: Si la creación monetaria fuera función siempre estable del ingreso monetario, la tasa de interés sería cero, esto es el precio indeterminado y convencional de los servicios bancarios. Es menester, pues, para que haya tasa de interés propiamente dicha, que la creación monetaria sea inferior a la demanda transaccional. Por lo tanto, es la restricción monetaria, y no la expansión, lo que determina el alza de los precios, y que los precios sean inflacionarios. (Revista Comercio Exterior, pág. 533, mayo de 1977).

CAPITULO II. REGULACION, REGIMEN Y ESTRUCTURA DE LA TASA DE INTERES EN MEXICO.

- 2.1. Esquema Financiero
- 2.2. Regulación de la Tasa de Interés
 - 2.2.1. Mercado de Valores: Mecanismo de Emisión y tasa de interés
- 2.3. Régimen de la tasa de interés
- 2.4. Estructura de las tasas de interés
 - 2.4.1. Cálculo de la tasa de interés y rendimiento
- 2.5. Consideraciones.

CAPITULO II. REGULACION, REGIMEN Y ESTRUCTURA DE LA TASA DE INTERES EN MEXICO.

2.1 ESQUEMA FINANCIERO

Inicialmente se parte de la idea de entender el esquema del sistema financiero mexicano, con el objetivo de señalar el marco institucional financiero que rige la tasa de interés en nuestro país.

Entendemos por sistema financiero, el conjunto de elementos que facilitan la transferencia interna o externa de recursos monetarios entre los agentes económicos de un país, así como entre éstos y los de otros países.

Los elementos componentes de un sistema financiero son: en primer término, el dinero, como instrumento esencial que moviliza el mercado financiero (mercado de dinero y mercado de capitales), los órganos reguladores, como el banco central y las comisiones nacionales de bolsa, las instituciones especializadas en la intermediación, los instrumentos de transferencia de fondos prestables, las normas jurídicas que regulan su funcionamiento y las políticas que determinan la orientación del sistema.

Los órganos centrales ejercen sus funciones reguladoras sobre las instituciones especializadas en la intermediación, las que pueden clasificarse en instituciones bancarias y no bancarias.

El sistema bancario actúa como intermediario que emite obligaciones y ofrece créditos para lograr la transferencia de fondos; las instituciones básicas que lo constituyen son los bancos cuyas funciones son de depósito, ahorro, fiduciaria y cre-

crediticias en diversas modalidades. El sistema financiero no bancario, a grandes rasgos, está compuesto por el mercado de valores, las compañías de seguros y fianzas, las instituciones auxiliares de crédito y los fondos de pensiones*.

El mercado de valores permite una transferencia directa de fondos, por medio de la emisión de valores, colocación de acciones y obligaciones de empresas entre las personas y unidades económicas que comandan excedentes monetarios.

Las casas de bolsa compañías de seguros y fianzas captan recursos del público a través de prestarle servicios que asumen riesgos y para hacerles frente constituyen reservas, que al ser invertidas en activos que proporcionan rendimientos, las transforman en importantes inversionistas institucionales.

Podemos decir que el sector financiero tiene como objetivo fundamental el fortalecimiento del proceso ahorro-inversión y el incremento de los recursos que fluyen por el aparato de intermediación, canalizando recursos a las actividades calificadas como prioritarias para el desarrollo económico-social y dentro de éstas, a las unidades productivas y renglones que merecen atención preferente.

Es dentro de este contexto financiero, donde la tasa de interés se regula y rige la operatividad del mercado de dinero y del mercado de capitales, guardando estrecha relación con el desarrollo de las actividades económicas.

*/ Es un régimen de seguridad social, como el IMSS y el ISSTSE. Las reservas de los fondos de pensiones son invertidas en activos que generan rendimientos y de esta manera canalizan el ahorro que captan.

MARCO GENERAL DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO ¹

MARCO INSTITUCIO NAL FINAN- CIERO	{	S.H.C.P.	
		Banco de México	
		Comisión Nacional Bancaria y de Seguros	
		Comisión Nacional de Valores	{ Instituto Nacional de Valores
MERCADO DE DINERO	{	Sociedades Nacionales de Crédito	{ Banca Múltiple Banca de Desarrollo
		*Instituciones de Seguros	{ Privadas Nacionales
		Organizaciones Auxiliares de Crédito	{ Privadas.- Almacenes de depósito Nacionales-Uniones de crédito -arrendadoras -C. de Cambio
		*Instituciones de Fianzas	{ Privadas Nacional (Afianzadora Mexicana)
		Sociedades de Inversión	{ De inversión común De renta fija De capital de riesgo
MERCADO DE CAPITAL	{	Mercado de Valores	{ Bolsa de Valores** Casas de Bolsa **

1/ Fuente: El Mercado de Valores, pág. 860, año XLV, No. 35, sep
tiembre 2 de 1985, Nafinsa, México.

* / Aun cuando no propiamente se les identifica dentro del mercado
de dinero, si coadyuvan a la realización de operaciones dinerarias.

** / Participan también en el mercado de dinero.

2.2. REGULACION DE LA TASA DE INTERES

Una tasa regulada se distingue de entre otras políticas de tasas como son las flotantes o bien las fijas.

Una tasa regulada es aquella que es fijada por el Gobierno de un país. Se caracteriza por una política de vinculación a las tasas del exterior* en forma discrecional, manteniendo un diferencial que les puede ser favorable o no; independientemente de las expectativas cambiarias. Este diferencial comunmente refleja un desfase de decisiones en política monetaria y la vinculación es parcial en el sentido de que la mayoría de los países que optan por tasas reguladas, presentan mercados financieros segmentados 23/. Por tanto es la porción libre de dichos mercados la que compatibiliza rendimientos financieros con el exterior a través de instrumentos financieros de corto plazo. Como resultado de la flotación controlada pueden registrarse mini revaluaciones en situaciones en que las paridades cambiarias se han deteriorado.

Los argumentos de mantener tasas reguladas, es el asignar objetivos no monetarios sobre la tasa de interés como son: la aplicación de políticas selectivas de crédito; mantener en igualdad de condiciones la banca nacional, deshechar políticas de monopolización en servicios y operaciones financieras, y mantener una uniformidad en la regulación sobre los intermediarios financieros.

*/ Libor o Prime

23/ Esto se refiere a que dentro de la regulación financiera existen tres segmentos: el controlado, el subsidiado y el libre; este último segmento lo constituye los títulos de corto plazo, de emisión pública y privada y las determinan los factores que afectan a la demanda y la oferta de dichos títulos.

Una tasa de interés flotante es aquella que se determina de acuerdo a las fuerzas existentes de oferta y demanda del mercado. Los países que adoptan estas tasas, mantienen una libre - apertura de sus mercados financieros, es decir existe libre movilidad de capitales, una amplia competencia internacional, - una libre entrada de instituciones extranjeras, permitiendo un sistema de banca universal que facilita una efectiva competencia de mercado.

La tasa fija, presenta como característica tasas de interés - controladas, evidenciando un mercado financiero cerrado. Los - objetivos que se buscan con esta política no son estrictamente monetarios, sino macroeconómicos, con un trasfondo de fuertes hábitos financieros y de influencia política. Sin embargo, se reconocen las distorsiones que generan las tasas de interés - fijas, especialmente en un contexto de tasas crecientes de inflación, controles cambiarios y rendimientos financieros reales negativos. El mercado de bienes también es cerrado, porque adoptan controles cambiarios.

En la mayoría de los países en desarrollo, las autoridades monetarias, han optado por regular y controlar muy de cerca los tipos de interés, aduciendo que si bien los tipos de interés determinados por el mercado tienden a equilibrar los mercados financieros, en la mayoría de los países en desarrollo estos mercados adolecen de serias imperfecciones.

En el caso de nuestro país, se establece una política de tasa de interés regulada, y como ya se señaló, el marco institucional financiero que rige la tasa de interés en México, lo constituyen: la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, el Banco de México, la Comisión Nacional Bancaria y la Comisión Nacional de Valores. A través de estas Instituciones se proyectan y desarrollan los programas financieros del Gobierno Federal en materia de crédito, bancos y moneda, seguros, fianzas,

deuda pública y pensiones; y tienen la facultad, cada una en su área de competencia, de vigilar el cumplimiento de las leyes bancarias, de controlar, autorizar, reglamentar, inspeccionar y apoyar los requerimientos en política crediticia y monetaria que señale el Estado.

Este marco institucional financiero, está precedido por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, como máxima autoridad financiera, pero es el Banco de México como Banco Central, -- quien tiene la facultad de regular y determinar las tasas de interés, que prevalezcan en los mercados de dinero y de capitales, ya que mediante reglas de carácter general fija los tipos de interés en las operaciones de banca y crédito que se efectúan 24/.

Las normas jurídicas que regulan el funcionamiento de las tasas de interés en el mercado financiero, se fundamentan en las siguientes Leyes: Ley General de Crédito y Organizaciones Auxiliares, Ley del Mercado de Valores y Ley Orgánica del Banco de México 25/.

2.2.1. MERCADO DE VALORES

Al hablar de la regulación de la tasa de interés, debemos tener en consideración las diversas opciones de inversión financiera que existen en nuestro país (véase el esquema No. 1).

La tasa de interés no sólo es un indicador del costo del dinero en un conjunto bancario, al que se está dispuesto a tomar o

24/ Véase Chung Rivera Fernando, "La Tasa de Interés en México", Págs. 6 y 8, Tesis, Facultad de Economía UNAM. México 1971.

25/ Consúltase la Legislación Bancaria, Colección Porrúa, México 1986.

prestar dinero, tampoco es simplemente una variable independiente y exógena a los movimientos monetarios, sino que ésta constituye un parámetro para todos los mercados que ponen de manifiesto recursos crediticios y flujos importantes de fondos prestables.

Las tasas de interés internas y externas, tienen injerencia en los mercados bursátil, de seguros, compañías de fianzas, sociedades de inversión y en el mercado de metales preciosos, dado que todos ellos compiten por captar el ahorro de la comunidad, y las modificaciones en las tasas de interés afecta o beneficia cualquiera de estos mercados y en consecuencia el sistema financiero.

El inicio de un Mercado de Valores *, reforzó al sistema financiero en su conjunto, al instrumentarse mecanismos de financiamiento público y privado a través de Cetes, Aceptaciones Bancarias, Petrobonos, Papel Comercial, Bonos de Indemnización Bancaria, etc., instrumentos que a su vez, afectan la base monetaria e influyen en el multiplicador bancario y en la estructura de las tasas de interés. Su empleo le permite al sector público financiar sus necesidades de efectivo - en su mayor parte a corto plazo, dando además un impulso al mercado bursátil y casas de bolsa.

De ahí que con el propósito de reforzar más este punto de la regulación de las tasas de interés en México, se explica el mecanismo de instrumentos bursátiles que están regulados por la Comisión Nacional de Valores, que operan con una tasa de descuento y redituan una tasa de rendimiento, constituyendo

*/ Se le dió formalidad jurídica y normativa a través de la Ley del Mercado de Valores, publicada en el Diario Oficial el 2 de enero de 1975.

importantes medios de inversión tanto en el mercado de dinero como en el de capitales *.

La Comisión Nacional de Valores es el organismo creado específicamente por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (S.H. y C.P.) para vigilar las operaciones bursátiles, regular los instrumentos de valores mexicanos y aprobar la inscripción de títulos y valores en la Bolsa Mexicana de Valores.

Los valores son genéricamente, papeles que acreditan un derecho de propiedad en el capital social de una empresa o un crédito a cargo también de una empresa o del Gobierno Federal. Los valores y por tanto los derechos que otorgan son susceptibles de transferirse.

Existen diversos tipos de valores, pero no todos son objeto de compraventa en Bolsa; en esta sólo operan aquellos que - han sido autorizados previamente por la Comisión Nacional de Valores y por la Bolsa Mexicana de Valores.

Conforme a su rendimiento hay valores de renta fija y de renta variable. Los de renta fija, conceden a sus poseedores el derecho a recibir un interés periódico constante o flotante; los de renta variable ofrecen a sus poseedores una retribución condicionada a los resultados de la empresa que los emite (véase cuadro No. 1).

*/ A partir de 1977 surgen constantes cambios en la operatividad bancaria e instrumentación crediticia, como respuesta a las condiciones de la economía en crisis de 1976. En la actualidad la Bolsa Mexicana de Valores se ha convertido en la pieza angular del sistema financiero.

Mecanismo de emisión de valores y tasa de interés: *

Antes de cada emisión de valores o títulos, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, consulta con el Banco de México, que es el agente exclusivo para colocar y redimir los valores. El Gobierno Federal, por conducto de la S.H. y C.P., coloca la emisión de títulos y para la administración de los mismos, se crearon Comités Mixtos de Emisión compuestos por el Banco de México, el Instituto Nacional para el Depósito de Valores, conjuntamente con la Tesorería de la Federación, para el caso de Cetes, tomando en consideración las condiciones generales del mercado, de tal manera que la emisión de cualquier valor no altere la armonía, ni desestabilice la regulación monetaria. En otras palabras, la S.H. y C.P. define la política monetaria a seguir, determina el monto y las condiciones de colocación de valores y el Banco de México fija la tasa de descuento.

En la operación de los Cetes se encuentra una tasa primaria, que es aquella que fija el Banco de México, cuando coloca - nuevas emisiones entre las casas de Bolsa **. Esta tasa se - establece tanto por la demanda que presentan los intermedia- rios como por la cantidad de Cetes que el Banco de México -- amortiza.

*/ Haremos referencia a los Cetes, por ser un instrumento im- portante de financiamiento y que compite en gran proporción con las demás opciones de inversión.

**/ Los Cetes se colocan a través de subastas semanales desde septiembre de 1982. El Banco de México convoca a las casas de Bolsa a presentar solicitudes para suscribir la emisión co- rrespondiente. Sobre esta base las casas de Bolsa indican el monto que desean adquirir, así como la tasa que están dispues- tas a pagar, con el fin de obtener la colocación al menor cog- to, así la tasa fijada por Banco de México, resulta de prome- diar las diversas tasas ofrecidas por las C. de Bolsa. La tasa fluctúa durante la semana de acuerdo a las condiciones del me- mercado y al monto por amortizarse, mediante este mecanismo, - las autoridades monetarias pueden tomar el pulso del mercado de dinero en forma más efectiva.

Existe también la tasa secundaria, que es la que se establece en el mercado de dinero y cuyas fluctuaciones se dan por el grado de liquidez existente en el sistema, respecto a la cantidad de Cetes en circulación. La presencia del Banco de México en el mercado secundario es con la finalidad de otorgar liquidez a los Cetes y para evitar fluctuaciones erráticas y anormales.

Los Certificados de Tesorería no estipulan pago de intereses* 26/, pero si consignan el compromiso del propio Gobierno Federal de pagar el valor nominal que se le asigna a cada uno de ellos (\$10,000.00) a una fecha determinada de amortización, y que se colocan en el mercado bajo par, esto es, por debajo de su valor nominal. El diferencial entre el precio de compra y el de venta determina el rendimiento, así, si el valor nominal del título es de \$10,000.00 y el descuento de -- 91.88%, las casas de bolsa lo adquieren en \$9,285.38, a su vencimiento se amortiza el valor nominal (véase el punto 2.4. l.).

En un mismo día y para una misma emisión, se podrán tener variaciones de precio y por lo tanto, en la tasa de descuento, debido al comportamiento que tengan la oferta y la demanda, y serán precisamente en estos diferenciales donde se encuentre el atractivo de la inversión.

Al manejarse el rendimiento de los Cetes con base en la tasa

*/ En términos financieros se dice que estos instrumentos no estipulan el pago de intereses, sino que su precio se cotiza en términos de tasa de descuento y el rendimiento se determina por el diferencial entre el precio descontado y su valor nominal.

26/ Véase "Certificados de la Tesorería: Liquidez con rendimiento", Expansión, vol. X, No. 234, feb. 15 de 1978, pág. 27-29, México.

"Cetes: nueva opción de financiamiento público", Revista Comercio Exterior, pp. 1192-1197, Bancomext, oct. 1978, México.

Periódico "El Financiero" de fechas 12, 14, 15 y 16 de agosto y 9 de diciembre de 1985.

de descuento, el precio de los títulos, de no cambiar las tasas de interés, tienden a su valor nominal, a medida que transcurre el tiempo. Esta forma de cotizar significa que tasas de descuento más bajas representan precios más altos y viceversa, no obstante puede ocurrir que el rendimiento sea nulo o negativo, esto es, si la inversión se realiza por un plazo muy corto en el cual el título no logra apreciarse lo suficiente para alcanzar el precio de compra del intermediario.

La vinculación del mercado de valores con el sistema bancario, es imprescindible. Cada vez que las tasas bancarias muestren ajustes en sus distintos niveles crediticios, el medio bursátil reajusta también sus rendimientos, y viceversa.

Si la tasa de interés baja, el rendimiento de los valores también mostrará descensos; las tasas de rendimiento de los Cetes y demás instrumentos de Bolsa, se ajustan a la baja para que - al igual que los réditos bancarios se situen en niveles más manejables y menos costosos para el propio Gobierno. Si la tasa de interés bancaria sube, también habrá consecuencias, porque tendrán que ofrecer una tasa de rendimiento superior al de los bancos, por tratarse de capital de riesgo y generalmente esto tiende a manifestarse cuando hay restricción del crédito por parte de las autoridades financieras.

Cuando el ritmo de captación bancaria muestra descenso, las colocaciones de Cetes en el público ahorrador sustituyen en parte la caída de esa captación. En coincidencia se ha observado que cuando hay congelación de crédito y éste se encarece, proliferan las emisiones de valores, tales como los Cetes, Papel Comercial, Petrobonos, Aceptaciones Bancarias, etc.

A través de los valores, las instituciones crediticias inyectan o absorben dinero en el mercado financiero. La emisión de estos valores constituyen un factor contraccionista del medio

circulante, pues el público o el sistema bancario adquieren esos valores a cambio de moneda que el Gobierno capta. En cambio la amortización de valores provoca una expansión del medio circulante, puesto que el Gobierno paga su deuda con dinero - que entre en la circulación.

2.3 REGIMEN DE LA TASA DE INTERES

Como se mencionó anteriormente, el Banco de México es el Instituto Central que tiene la facultad de determinar y dar a conocer públicamente las tasas de interés que se fijan en el mercado financiero; el Banco Central es quien resuelve revisar, ajustar y modificar las tasas de interés de acuerdo a la política económica que delinee el Estado.

El Banco de México, comunica a través de circulares * a todas las instituciones de crédito e intermediarios financieros del país, las tasas de interés que regirán en las distintas operaciones crediticias, señalándose las disposiciones relativas al régimen de depósito obligatorio, canalización selectiva del crédito, comisiones, premios, descuentos, sobretasas u otros conceptos análogos como son: montos, plazos o alguna otra instrucción que el Banco Central considere necesario.

Las tasas de interés son aplicables de acuerdo a la política - que apruebe el Banco de México, tomando como base el régimen - de depósito obligatorio y el costo porcentual promedio de captación (C.P.P) y difiere para cada tipo de operación a la que se canalizen los recursos crediticios tales como:

- Créditos destinados al financiamiento de la producción de artículos básicos.

*/ Consúltese la Circular # 1935/85 del Banco de México, de fecha 9 de diciembre de 1985, donde se establecen disposiciones con respecto a las diversas políticas en tasas de interés.

- Créditos para la industria mediana o pequeña.
- Créditos a ejidatarios o campesinos de bajos ingresos o a empresas agroindustriales.
- Créditos para la agricultura, avicultura, apicultura, pesca ganadería e industrias conexas.
- Créditos destinados al financiamiento de actividades de fomento económico (actividades primarias, industrias, servicios, sector público).
- Créditos a Casas de Bolsa.
- Créditos para financiar exportaciones de productos manufacturados, producción y/o existencias de bienes de manufactura nacional que se destinen a la venta en el extranjero.
- Créditos al Gobierno Federal y a las instituciones de banca de desarrollo.
- Créditos para la adquisición, construcción o mejora de inmuebles.

Respecto a las operaciones crediticias bajo el sistema de revisión periódica *, el Instituto Central con base al cálculo del C.P.P ** promedio semanal, comunica a los bancos mediante "circular de tasas de interés", cada viernes por la tarde, las tasas máximas de interés aplicables a los depósitos que se contraen en la semana inmediata siguiente y éstas aparecen publicadas en los diarios de mayor circulación los días lunes de cada semana por cuenta de la Asociación Mexicana de Bancos.

En cuanto a los valores que operan con unatasa de descuento, su rendimiento varía de acuerdo al mecanismo de que se trate, como son los siguientes casos:

*/ A partir del 15 de octubre de 1979, el Banco de México resolvió revisar y ajustar semanalmente las tasas de interés -- respecto a los depósitos a plazo fijo menor a 180 días.

**/ El Banco de México, comenzó a publicar el C.P.P. a través del Diario Oficial de la Federación, a partir del 20 de octubre de 1981, dándose a conocer en algún día de los comprendidos del 16 al 20 de cada mes.

Cetes: Su rendimiento es el resultante del diferencial entre su precio de compra (bajo par) y su valor de redención (nominal) o su precio de venta 27/.

Petrobonos: Son certificados de participación ordinaria, con reembolso garantizado, que producen un rendimiento fijo, emitidos por Nacional Financiera como fiduciario de los derechos derivados del contrato de compra-venta de petróleo que se celebra entre Pemex y el Gobierno Federal, esto es, garantizan una tasa de interés mínima sobre su valor nominal, se amortizan a tres años y su emisión está respaldada por el petróleo, cuyo precio se determina en el mercado internacional y se cotiza en dólares.

Papel Comercial.- Son pagarés emitidos a corto plazo (15, 30, 45, 60, 75 o 91 días). Su rendimiento está determinado por el diferencial entre su valor de compra (bajo par) y el de amortización o venta.

Bonos de Indemnización Bancaria (Bibs): Su período de vigencia es de 10 años a partir del 31 de agosto de 1982. Pagan intereses trimestrales y están sujetos a 7 amortizaciones dentro de su vigencia, estando la primera programada para el 31 de agosto de 1985 y la última para el mismo día y mes de 1992.

Aceptaciones Bancarias.- Son letras de cambio emitidas por empresas pequeñas y medianas avaladas por instituciones bancarias con base en créditos que la Banca concede a las empresas emisoras. Su rendimiento es también resultante de un diferencial o tasa de descuento. La negociación con aceptaciones se -

27/ "La Bolsa Mexicana de Valores", Boletín mensual El Mercado de Valores, año XLIV, núm. 47, nov. 19 de 1984. NAFINSA, México. Para los subsiguientes instrumentos de inversión, véase también los números 35 de fecha 10. de septiembre de 1980 y No. 15 de fecha abril 13 de 1981.

Para el cálculo de la tasa de rendimiento en dólares (PAGAFES), véase, periódico "Excelsior", sección 7, págs. 1a. y 16, 25 de mayo 1987.

realiza fuera de la Bolsa, aunque en ella se registran los hechos; el Banco de México también determina las condiciones y términos a que habrán de ajustarse para el cálculo del plazo y rendimiento.

Pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento: Son títulos bancarios expedidos por las mismas instituciones de crédito, autorizados por Banco de México a plazos de 1, 3, 6, 9 y 12 meses y cuyo capital e intereses son pagados íntegramente a su vencimiento por la institución emisora.

Hay otros valores de renta fija que representan créditos colectivos a cargo de la empresa emisora, tales como: las obligaciones quirografarias, hipotecarias y convertibles.

Pagaré de la Tesorería de la Federación (Pagafe): Es un instrumento de renta fija denominado en dólares controlados, con características similares a las del Cete y sus especificaciones son: Emisor: Gobierno; Garantía específica: ninguna; Monto: - ilimitado; Valor Nominal: \$1,000 dólares; Rendimiento: tasa - de descuento; Pagos: venta o vencimiento, en pesos convertidos al tipo de cambio controlado de equilibrio en la fecha de venta o vencimiento; Plazo: 182 días. Amortización: vencimiento.

El día viernes de cada semana, Banco de México publica el monto de Pagafes que emitirá el jueves siguiente: Las instituciones autorizadas a apostar en la subasta (casas de bolsa, bancos, aseguradoras) mandan sus indicaciones de monto y tasa de rendimiento a Banco de México el día martes. El día miércoles se hace la asignación de Pagafes según el resultado de la subasta y el día jueves los compradores abonan la cuenta del Banco de México con los fondos que representan su costo de compra. El Banco de México, por su parte, lleva el registro de la cantidad de Pagafes correspondientes en el nombre de cada institución que ha comprado.

2.4. ESTRUCTURA DE LAS TASAS DE INTERES

Las tasas de interés en México, para el sistema bancario tienen a grandes rasgos, la siguiente estructura:

1. Por tipo de operación: activas y pasivas
2. Por régimen fiscal: brutas y netas
3. Por su costo de rendimiento: nominales y reales
4. Por tipo de inversión y período: a corto y largo plazo

Definición de conceptos:

1. Per tipo de operación.

Tasa activa: Es la que perciben los intermediarios financieros (incluidos los bancos) por prestar dinero.

Tasa pasiva: Es la que pagan los intermediarios financieros a los prestatarios de dinero.

Dentro de los objetivos del Banco de México, en regular estas operaciones activas y pasivas, están:

Para las activas:

- otorgar créditos a intereses razonables;
- promover actividades prioritarias a través de bajas tasas de interés.

Para las pasivas:

- evitar elevaciones exageradas en los costos;
- regular la competencia entre las instituciones de crédito;
- regular el costo del dinero en función de la oferta nacional e internacional.

2. Por régimen fiscal: Se refiere a la tasa impositiva aplicable

a las distintas operaciones y rendimientos.

Tasa bruta: No exenta de impuesto sobre la renta (ISR), por lo tanto sujeta a retención.

Tasa neta: Aquella que ha sido objeto de retención del ISR.

3. Por su costo de rendimiento.

Tasa nominal: Es la tasa declarada en la operación, independientemente de sus modalidades y características. Puede ser nominal bancaria y nominal extrabancaria, y dentro de cada una de éstas activa o pasiva.

Tasa real: Es la tasa que determina el aumento o disminución del capital de una unidad económica en un período dado, despojado de las alteraciones procedentes de cambios en el nivel de precios. También se refiere al rendimiento efectivo de todo instrumento financiero y se le llama tasa "efectiva de interés".

La fórmula para la obtención de la tasa real es:

$$R = \frac{r - (\Delta P/P)}{1 + (\Delta P/P)}$$

donde R es la tasa real de interés y $\Delta P/P$ es el cambio porcentual del nivel de precios.

4. Por tipo de inversión y período.

Su rendimiento se estipula por el tipo de instrumento de inversión, monto y plazo.

Tasas a corto plazo: Tasas que rigen y son pagaderas en instrumentos de inversión hasta de un año o plazos menores.

Tasas a largo plazo: Tasas que rigen y son pagaderas en instrumentos de inversión mayores a un año.

El sistema de las tasas de interés en política monetaria y financiera, han tenido a lo largo de los años setentas y ochentas múltiples cambios en su régimen, manejo y tipo de rendimiento, etc., P. ejemplo: 28/.

a) En el manejo de tasas y régimen fiscal:

- tasas fijas
- tasas revisables periódicamente
- tasa bruta máxima
- tasas netas (nominales o al portador)
- tasas altas o bajas de impuesto
- impuesto retenido o sin retener
- sobretasas exentas
- sobretasas máximas, etc.

b) Por el tipo de moneda:

- nacional y extranjera

c) Por el tipo de personas:

- físicas y morales.

d) Por zona geográfica:

- zona fronteriza norte y en el resto del país.

e) Por tipo de institución:

- Banca múltiple, Banca de fomento, intermediarios financieros y casas de Bolsa.

28/ Véase a Romeu Casajuana Antonia, "Tasas de interés pasivas e instrumentos de captación de la Banca privada y mixta 1950-1982", Banco de México, 1985.

Otros conceptos:

Tasa preferencial: Es la tasa que se asigna a créditos de tipo selectivo, para el fomento y apoyo de actividades prioritarias.

Tasa efectiva: Se le denomina aquella que resulta de cargar to dos los gastos, comisiones e impuestos, esto es, el rendimiento efectivo de todo instrumento financiero, medido en la moneda en que tal instrumento ha sido denominado.

Tasa monetaria: Implica la tasa de interés expresada en unidades monetarias corrientes (en pesos), sin que se ajusten por variaciones en los niveles de precios.

Tasa de mercado: Refleja el costo de los préstamos en valor mo netario fijo y el costo de mantener el dinero *.

Tasa doméstica: Es la tasa de interés que rige en un territorio, es decir, la tasa local de un país.

Tasa flotante: Es la tasa de interés que resulta de aplicar un promedio aritmético de las tasas máximas, que las instituciones de crédito del país están autorizadas a pagar por depósitos en moneda nacional a determinado plazo.

Liberación de la tasa: Significa una recomendación para elevar la tasa de interés de mercado, en una situación inflacionaria.

Tasa simple: Es la tasa nominal que se pagará como rendimiento

*/ En un supuesto equilibrio, la tasa de interés de mercado sería igual a la tasa real de retorno, si la tasa esperada de inflación fuera igual a cero. Esto significa que por el lado de la demanda de préstamos, hay una rentabilidad de los proyectos de inversión y por el lado de la oferta hay una preferencia en el tiempo y la existencia de capital; ambas funciones de oferta y demanda determinan la tasa real de retorno en una econo--
mia.

por una inversión.

Tasa compuesta: Es la tasa obtenida de la inversión original más la capitalización de los intereses devengados.

2.4.1. CALCULO DE LA TASA DE INTERES Y RENDIMIENTO.

Las instituciones de crédito habrán de sujetarse a los términos y condiciones que dicte el Banco de México tanto para el encaje obligatorio como para las operaciones que se contraten en moneda nacional. La tasa de rendimiento estará calculada mediante la aplicación de la siguiente fórmula 29/.

$$TRE = CP + \text{sobre/tasa} + \frac{(M - MC) (C.P.P - 16) (100 - E)}{E}$$

En la que:

TRE= Tasa porcentual de rendimiento del encaje, aplicable a cada institución en el mes de que se trate *.

CP= Promedio ponderado del costo por concepto de tasa y, en su caso, sobretasa de interés, en por ciento, de los pasivos derivados de depósitos a la vista en cuenta de cheques y en cuentas personales especiales para el ahorro, de ahorro y a plazo, de cada institución, en el mes de que se trate.

M= Cantidad resultante de dividir el saldo promedio diario de los depósitos a plazo entre el total de los saldos promedios diarios de los depósitos a la vista en cuenta de cheques y en

29/ Circular No. 1935/85, pág. 41, 9-dic.-1985, Banco de México.

*/ Se señala en la propia circular.

cuenta personales especiales para el ahorro, de ahorro y a plazo, de cada institución, correspondientes al mes de que se trate.

MC= Cantidad resultante de dividir la estimación que hace el Instituto Central del promedio diario de los depósitos a plazo entre la estimación que hace el propio Instituto del total de los saldos promedios diarios de los depósitos a la vista en — cuenta de cheques y en cuentas personales especiales para el ahorro, de ahorro y a plazo, del conjunto de las instituciones de banca múltiple, correspondientes al mes de que se trate.

CPP.= Costo porcentual promedio de captación, que sirve de base para el cobro de la tasa de interés en las operaciones activas. El C.P.P., es la estimación que hace el Banco de México del promedio ponderado del costo financiero. Cada una de las instituciones de crédito tiene la obligación de reportar diariamente al Banco Central un promedio ponderado de su captación, de los pasivos derivados de sus depósitos, para que dicho Organismo proceda a calcular el CPP y que publica mensualmente en el Diario Oficial, como punto de referencia para determinar el importe de numerosas operaciones crediticias.

l6= representa los puntos más abajo del CPP (determinado por el Banco de México).

E= Encaje Legal

Los cálculos para determinar los intereses de los depósitos — en moneda nacional, serán efectuados dividiendo la respectiva tasa anual de interés entre 360 y multiplicando el resultado así obtenido por el número de días efectivamente transcurridos, durante cada período en el cual se devenguen los intereses. Los cálculos se efectuarán cerrándose a centésimas.

Para calcular la tasa de rendimiento de otros instrumentos de inversión (Cetes, petrobonos, aceptaciones bancarias, etc.), - existe toda una técnica de fórmulas * que son aplicables para conocer las mejores oportunidades de optimizar los rendimientos a través de las fluctuaciones en los precios. Para efectos de ilustración se considerará en este punto, el cálculo del - precio de compra, tasa de descuento y tasa de rendimiento de un CETE.

Ejemplo:

Emisión CT-42-86/13-XI-86
Vencimiento 28 días
Tasa de Descuento 91.88%
Tasa de Rendimiento 98.95%

Fórmula para el cálculo del precio de compra:

$P = V (1 - D \times T/360)$ Donde P= precio de compra del Cete
V= valor nominal del Cete
D= tasa de descuento
T= número de días que faltan para el vencimiento del certificado (Tiempo).

Sustituyendo valores:

$10,000.00 (1 - .9188 \times 28/360)$
 $10,000.00 (1 - .0714622)$
Precio= 99,235.38

Para traducir precio a tasa de descuento se utiliza la siguiente fórmula:

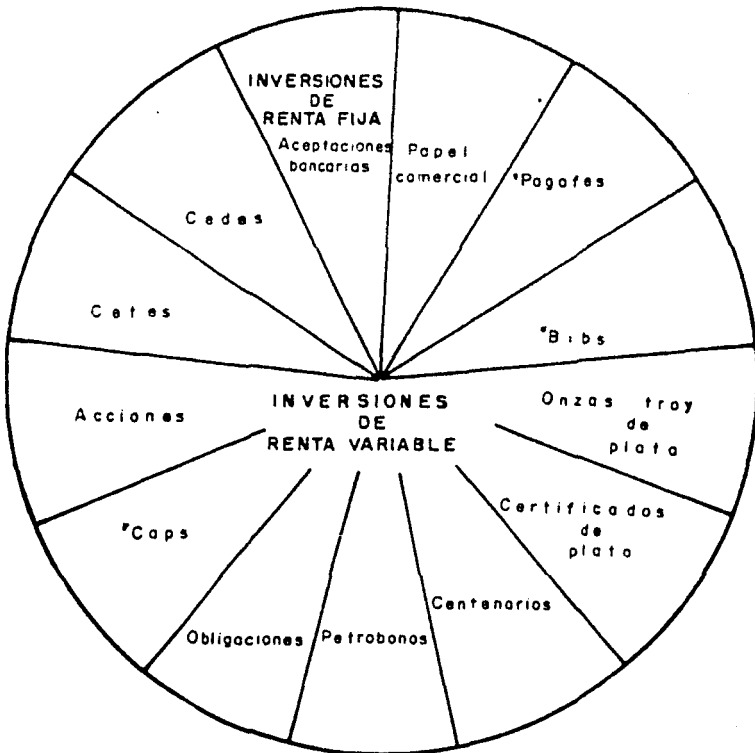
$$D = \left(\frac{V-P}{V} \right) \left(\frac{360}{T} \right) \quad D = 91.88\%$$

Para convertir la tasa de descuento anual en la tasa de rendimiento equivalente:

$$R = \frac{D}{1 - \left(\frac{D}{360} \right) T} \quad R = 98.95\%$$

*/ Consulte el Manual del Inversionista Financiero, autor, Dr. Octavio Aguirre, México 1985.

LAS OPCIONES DE INVERSION FINANCIERA EN MEXICO



- * Pagafes = Pagare de la tesoreria de la Federaci6n
- * Bibs = Bonos de Indemnizaci6n Bancaria
- * Caps = Certificados de Aportaci6n Patrimonial

CARACTERISTICAS DE LAS DIVERSAS OPCIONES DE INVERSION FINANCIERA EN MEXICO

INSTRUMENTO	VALORES DE RENTA FIJA O V.	MERCADO DE DINERO O CXP.	EMISOR	RENDIMIENTO EN BASE A TASA DE DESCUENTO O TASA DE INTERES
CETES	fija	dinero	Tesorería de la Fed.	Rendimiento en base a tasa de descuento
BONOS DE INDEMINZ. BANC.	fija	dinero	Instituciones de Crédito	Tasa de interés
BONOS BANCARIOS DE DESAR.	fija	dinero	Instituciones de Crédito	Tasa de interés
ACEPTACIONES BANCARIAS	fija	dinero	Empresas medianas y pequeñas avaladas por Inst. de Crédito.	Rendimiento en base a tasa de descuento
PAPEL COMERCIAL	fija	dinero	Empresas con gran liquidez	Rendimiento compra-venta
PAGARES CON REND. LIQ. AL V.	fija	dinero	Instituciones de Crédito	Tasa de interés al vencim.
PAGARE DE LA TESOR. DE LA F.	fija	dinero	Tesorería de la Fed.	Tasa de descuento
OBLIGACIONES	variable	dinero	Sociedades Anónimas	Tasa de interés
PETROBONOS	variable	capital	Nafinsa-Pemex	Rendimiento fijo y varib. en base al petróleo. Tienen un precio min. garantz.
ACCIONES	variable	capital	Sociedades de Inversión	Retribución condicionada a los resultados de la Empresa
ONZA TROY DE PLATA Y CENTENARIOS	variable	dinero	Banco de México	Retribución condicionada a los resultados del mercado, operan a través de las Casas de Bolsa, por cuenta de sus clientes.

2.5. CONSIDERACIONES

Principalmente es conveniente distinguir dos conceptos fundamentales, que se refieren a la tasa de interés: 1o. como rendimiento de capital y 2o. como retribución por la prestación de un servicio.

En el primero de estos casos, la tasa de interés resulta de facilitar fondos propios por un período determinado. El segundo implica la función de intermediación por la cual un intermediario, en este caso los bancos, prestan fondos de terceros.

Los fondos disponibles* son los recursos en dinero que el banco capta del público y estos ahorros adoptan dos formas diferentes: a) las cuentas corrientes o depósitos a la vista (cuenta de cheques), sobre las cuales no se pagan intereses y b) - cuentas de ahorro y depósitos a plazo fijo, sujetas al pago de intereses capitalizables; ambos tipos de cuentas están sometidas a normas de efectivos mínimos (encaje legal), que son mayores para las cuentas corrientes que para las de ahorro y plazo fijo. La diferencia entre la tasa activa y pasiva, arroja los beneficios de la banca, cubre los costo de administración y representa el costo de intermediación.

Los bancos actúan sobre la base del rendimiento porcentual esperado constante por cada peso prestado. Es decir, que la tasa de interés efectiva anual estará determinada no sólo por la tasa nominal, sino también por una serie de factores que dependerán de las condiciones de ganancia que por múltiples conceptos

*/ Hay divergencia en el criterio de considerar que los fondos disponibles no constituyen ahorro. El ahorro es un residuo del ingreso no consumido (como decía Kalecki), mientras que los fondos disponibles, son utilizados para disponer de ellos en cualquier momento y hacer frente a algún compromiso o pago.

el banco obtiene de los clientes, tales como saldos promedios en cuenta, documentos de cobro, etc. Cuando por estas razones el banco no obtiene la rentabilidad esperada por cada peso prestado al cliente, entonces actua cargando una serie de gastos - reales o ficticios que incrementan la tasa de interés efectiva hasta alcanzar aquella rentabilidad esperada.

Los bancos tienen una política sobre la utilización de su capacidad de crédito que es función de la diferencia entre las tasas de interés efectivas que pueden cobrar y las que representan el costo de sus fondos prestables y de las expectativas -- formadas sobre la evolución de la economía. La determinación de esa diferencia se dá mediante los siguientes factores: la - tasa efectiva activa; b) la tasa efectiva pasiva y c) la relación capital/depósitos.

De lo anterior se deduce, que mientras más alta sea la tasa - pasiva, más alta será la tasa activa. Cuanto mayores sean los requisitos de efectivo mínimo, mayores deberán ser las tasas efectivas activas, en consecuencia, si existen requisitos de - efectivos mínimos más altos para las cuentas corrientes que pa - ra las cuentas de ahorro, cualquier variación de los depositan - tes a favor de estas últimas significará un incremento en las disponibilidades de crédito y la posibilidad de una baja en la tasa efectiva activa.

Debe tenerse en cuenta que el incremento en los ingresos de los bancos no solo depende de la tasa de interés, sino que tam - bién está afectado por la tasa de expansión de la oferta moneta - ria. O sea que cuando el crédito se expande, los ingresos en los bancos aumentan más que cuando se producen variaciones re - lativamente moderadas en las tasas de interés. La creación de dinero vía crédito bancario sólo produce un exceso de oferta - en el mercado de fondos prestables. Por otra parte, los fondos de terceros con los que el sistema bancario opera y que puede

prestar, son independientes (al menos en gran medida) de la ta sa real de interés y aun de la tasa activa, ya que este son sólo elementos que influyen.

El sistema bancario no deja de constituir un mercado racionado en donde se pretende establecer un equilibrio entre oferta y - demanda de crédito. Su desequilibrio conlleva a una serie de distorsiones que afectan tanto el comportamiento del sistema económico, como la integración del sistema financiero.

El costo del financiamiento para el desarrollo, es un objetivo de política monetaria, el cual busca que el proceso de interme diación financiera se realice al menor costo posible, de tal suerte que el proceso de financiamiento estimule la inversión y la producción en general. Bajo esta perspectiva, las autoridades monetarias son las responsables de buscar que tanto el - costo promedio de los pasivos, que se fija mediante las tasas de interés pasivas, como el margen entre este y las tasas acti vas, se mantengan al menor nivel posible en base a eficiencia y productividad. De lo contrario, el resto de la economía tiene que pagar el costo de la ineficiencia bancaria, obstruyéndose por la vía de altos costos financieros; de ahí que cualquier aumento de las tasas de interés bancarias se trasladan a los demás mercados, acelerando así el proceso inflacionario al incrementar los costos de la financiación *, situación que veremos con más detenimiento en el siguiente capítulo.

*/ Véase Ruiz Durán Clemente, "90 Días de Política Monetaria y Crediticia Independiente", Colección Pensamiento Económico No. 1, pág. 33, México 1984.

CAPITULO III. LA POLITICA DE LAS TASAS DE INTERES
EN MEXICO DURANTE 1970 - 1986.

- 3.1 Antecedentes
 - 3.1.1. Factores Externos
 - 3.1.2. Factores Internos

- 3.2 La política de las tasas de interés
 en tres fases coyunturales.
 - 3.2.1. Período 1970 - 1976
 - 3.2.2. Período 1977 - 1982
 - 3.2.3. Período 1983 - 1986

CAPITULO III. LA POLITICA DE LAS TASAS DE INTERES
EN MEXICO DURANTE 1970 - 1986.

La política de tasas de interés empleada en la política económica de México durante 1970 - 1986, nos obliga a considerar - de manera general ¿cuáles han sido los factores externos e internos que han llevado a las autoridades financieras en situaciones caóticas elevar las tasas de interés?.

Las tasas de interés vienen a estar aunadas a factores estructurales y coyunturales, que encuentran su explicación en las condiciones en que se ha desenvuelto la economía mexicana durante los últimos dieciséis años y en la que ha guardado un - alto grado de dependencia con los movimientos internacionales.

De manera particular se trata de reflexionar ¿porqué se mantienen elevadas las tasas de interés?, y ¿qué deformaciones financieras ha implicado sostener elevadas tasas de interés?.

En el presente capítulo se retoman variables coyunturales de la crisis económica que nuestro país acentuadamente ha vivido de 1970 a 1986, con el objeto de sustraer la problemática actual en torno a las tasas de interés.

3.1. ANTECEDENTES

3.1.1. FACTORES EXTERNOS

El origen del fenómeno de los tipos de interés elevados y variables, requiere de todo un análisis profundo (que no señalamos aquí por su amplitud). Sin embargo, señalaremos algunas de las causas externas que directa o indirectamente han repercutido en las tasas de interés internas.

1. La década de los años 1970 fueron muy turbulentos para la economía mundial. Sobrevino el colapso del sistema monetario internacional vigente desde el acuerdo de Bretton Woods que trae consigo un desorden financiero y monetario de los países capitalistas. Uno de los acontecimientos más importantes en 1971, fue el abandono de los préstamos y depósitos a tipos de interés fijos y su sustitución por el uso de instrumentos financieros de corto plazo a tipos de interés variables.
2. El desorden en el alza de los precios del petróleo en 1973 y los sucesivos aumentos dados desde finales de 1979 hasta principios de 1981, que derivan en dos severas crisis, mostrando los países industrializados déficits en sus balanzas comerciales.
3. Durante 1974, la economía internacional entra en un prolongado período de recesión originado por una desintegración productiva.
4. Las precipitantes alzas en el precio del oro.
5. La internacionalización de la banca tiene gran impulso en es

ta década. El mercado internacional de capitales (particularmente el de eurodólares) registra un crecimiento extraordinario, en parte por el reciclaje de petrodólares. La magnitud de los flujos canalizados a través de este mercado y la falta de coordinación de las políticas monetarias nacionales, propiciaron grandes fluctuaciones de los tipos de cambio y de las tasas de interés internacionales.

6. En 1980, Europa y Estados Unidos, experimentan una seria y profunda recesión, con tasas de interés mundiales de niveles sin precedente. La caída de la demanda de inversión provocó, en casi todos los países, un descenso del precio de los bienes de capital en relación con el de los bienes de consumo, a la vez que el elevado nivel de las tasas de interés afectó los costos de producción.

En Estados Unidos, el alza de las tasas fué particularmente rápido de principios de 1980 y fines de 1981 30%. En 1981 - 1982, Estados Unidos obligó a Europa a adoptar una política monetaria más restrictiva de lo deseable para luchar contra las consecuencias de la segunda crisis petrolera a fin de combatir el aumento de inflación importada que implicó la revaluación del dólar y el aumento inicial de las tasas de interés que resultaba principalmente de las políticas estadounidenses.

30/ En la década anterior a la primera crisis del petróleo o sea en el período 1963-1973, el nivel medio de los tipos de interés en Estados Unidos y también en los siete países industriales en conjunto, fué de entre 5 y 6% en términos nominales, con una tasa anual media de inflación de alrededor de 3.5%. En cambio entre 1973-1982, las tasas nominales se sitúan en un 10% con una t.m. de inflación de cerca de 8%. Para 1980-81 y 82, las tasas de interés promedio son del 13% con inflación media del 11% promedio. (Véase "Análisis del fenómeno de las altas tasas de interés y sus efectos en el volumen del comercio mundial, la deuda externa de los países en desarrollo y la evolución de los mercados internacionales de capital". Boletín No 6, febrero 7 de 1983, El Mercado de Valores, Nafinsa).

De ahí que desde 1979, para no citar más que los años más recientes, la mayoría de los grandes países industrializados ha empleado políticas monetarias y luego presupuestarias, con una orientación generalmente restrictiva.

7. Otro punto de la elevación de las tasas de interés externas, obedeció al proceso de innovaciones financieras, que se dió con más intensidad a finales de los años setentas y comienzos de los ochentas. Dicho proceso, introdujo nuevos activos y pasivos financieros, que permitió a los bancos esquivar requerimientos de reserva y otras regulaciones. Así la innovación financiera estimuló cambios no previstos de la demanda de dinero y dado un nivel de reservas bancarias, aumentó las tasas reales de interés 31/.

En resumen, los elevados tipos de interés externos, han sido (y serán) un síntoma de las deficiencias y desequilibrios fundamentales de la economía internacional, de expectativas inflacionarias y de déficits presupuestarios excesivos.

Las consecuencias externas de los tipos de interés elevados - como precio del dinero, tuvieron sus efectos que incidieron en las relaciones económicas de los países, repercutiendo en el comercio, las finanzas internacionales y el costo del servicio de la deuda externa. Centralmente las políticas de tipos de cambio flotantes y tasas de interés fueron los verdaderos impactos que en particular resintieron los países de América Latina, que los llevó a seguir políticas económicas orientadas esencialmente a: ajustar tasas de interés cada vez más elevadas, devaluaciones constantes del tipo de cambio y apertura comercial externa 32/.

31/ Véase "Enfoque sobre la controversia relativa a tasas de interés y revaluación del dólar", Boletín El Mercado de Valores, año XLIV, No. 43, octubre 22 de 1984. Nafinsa.

32/ Véase Quijano J.M., "Tasa de interés y tipo de cambio", - capítulo 3, ob. cit.

3.1.2. FACTORES INTERNOS

Internamente los primeros seis años de la década 1970, fueron de reto para el país. Resultaba imposible sustrerse a los acontecimientos internacionales, México no pudo escapar a la inestabilidad económica y financiera experimentada por el resto del mundo en ese tiempo.

Dentro de todo esto, hubo elementos que resultaron especialmente importantes y llevaron al Banco de México a tomar acciones distintas en la operatividad y dirección de los movimientos en las tasas de interés, tales fueron:

1. El peso mexicano entra el 31 de agosto de 1976 a flotación, poniendo fin a la política de tipo de cambio fijo y al largo período de estabilidad financiera y de precios.
2. Mantener un tipo de cambio fijo ininterrumpidamente por más de treinta años, fué muy perjudicial para el país. No obstante que proporcionó a los ahorradores una medida segura del valor de sus activos financieros.
3. Prolongar un patrón de crecimiento altamente proteccionista y posponer las reformas necesarias a una política fiscal; la estructura del sistema financiero mexicano permaneció prácticamente inalterable durante varias décadas.
4. Estructuralmente hay un deterioro en los sectores industrial y agrícola por influencia de la situación internacional y por causas internas: 1970, se le conoce como el inicio de un período de crisis agrícola. Esto lleva a una crisis tanto del aparato productivo como del sistema financiero.
5. La lentitud de la evolución del sistema financiero frenó tam-

bién el desarrollo de los instrumentos de política monetaria:

a) se contaba con un régimen rígido de banca especializada;
b) los instrumentos de captación a la vista eran de excesiva liquidez. Por ejemplo, bonos financieros e hipotecarios.

6. Recurrir cada vez más al endeudamiento externo, y permitir dolarizarse*al sistema monetario.
7. Los crecientes déficits financieros del sector público que - se acumularon desde 1980 y se agravan en 1982.

Son en general estos puntos, los antecedentes que contribuyen al inicio del análisis de las elevadas tasas de interés internas, que pasan de una costumbre de movimientos ocasionales de las tasas de interés, a una práctica de revisiones frecuentes de las mismas a partir de 1979.

*/ El fenómeno llamado "dolarización" (1976-1982) tuvo graves efectos sobre el grado de autonomía de la política monetaria, debido a que hubo cierta sustitución de base monetaria por activos externos e influyó en la estructura del crédito y el costo de las operaciones activas. Influyendo en la estabilidad de la demanda de dinero, dada la sustitución de activos internos.

3.2. LA POLITICA DE LAS TASAS DE INTERES EN TRES FASES COYUNTURALES.

Con el objeto de comprender con mayor claridad los cambios de las políticas llevadas a cabo en las tasas de interés que durante los últimos dieciséis años ha tenido el país, se consideran en este apartado, tres períodos coyunturales: 1). de 1970 a 1976, 2). de 1977 a 1982 y 3). de 1983 a 1986.

3.2.1. PERIODO 1970 - 1976

Durante el período llamado "Desarrollo Estabilizador" (1959-1970), la economía mexicana fué capaz de sostener un crecimiento acelerado de la producción, la inversión y el empleo, en concordancia con un bajo ritmo inflacionario que propició el mejoramiento sostenido del ingreso real de diversos sectores de la población.

Durante 1958 y hasta 1972, el país disfrutó de un período de relativa estabilidad de precios, que se reflejó en el restablecimiento de la confianza en el peso, en los instrumentos financieros denominados en moneda nacional y en el desarrollo acelerado del sistema mexicano. Mantener un tipo de cambio fijo y tasas de interés reales y atractivas, estimuló la formación de ahorro privado y su canalización al sistema de intermediación financiera, dando por resultado que este último experimentara un crecimiento sin precedentes.

La masa total de fondos del sistema bancario creció sin interrupción a una tasa más alta que la de la economía, las trans

formaciones estructurales de ésta, en especial la aceleración de los procesos de industrialización y urbanización, dinamizaron la demanda de crédito y favorecieron el surgimiento y la rápida expansión de una gran cantidad de instituciones financieras e hipotecarias -la acumulación del capital productivo - fue paralela al desarrollo bancario-. En forma simultánea, - las condiciones internacionales y nacionales de acelerado crecimiento le imprimieron a nuestro país una posición financiera favorable en el exterior: el fácil acceso al crédito externo, el crecimiento controlado del déficit de las finanzas públicas y las existentes tasas de encaje legal hacían factible el financiamiento del déficit público con recursos no inflacionarios. En estas condiciones, el dinamismo de la captación bancaria redundó en una creciente disponibilidad de fondos para financiar al sector privado.

Durante los tres lustros anteriores a 1973, la tasa de interés real pagada en promedio a los tenedores de los instrumentos más representativos del mercado mexicano fue positiva, - con lo cual la relación entre captación total y producto interno bruto aumentó sistemáticamente. Durante el mismo lapso, los depósitos denominados en moneda extranjera colocados en bancos mexicanos perdieron importancia relativa y no ocurrieron episodios significativos de fugas de capital 33/.

A partir de 1973, los rendimientos reales ofrecidos a los ahorradores fueron, en promedio negativos. En consecuencia, también a partir de ese año, el proceso de intermediación financiera comenzó a revertirse. En 1973-1974, la intensificación de la inflación influye fuertemente en el descenso de la captación de recursos como proporción del PIB y en la disminución de los pasivos no monetarios como proporción de la capta

33/ Véase "Perfil de la crisis recientes del sistema financiero mexicano", Revista Comercio Exterior, vol. 34, núm. 10, pp. 953-969, octubre de 1984, México.

ción total (veáanse cuadros núms. 1 y 2).

Hacia 1973 el continuo proceso de profundización financiera, uno de los pilares del desarrollo estabilizador comienza a terminarse. A su vez la política monetaria muestra la ausencia de una política activa, al abocarse a reforzar a la fiscal, pretendiendo reanudar el alto ritmo de inversión privada de años anteriores. Las tendencias al estancamiento del sector industrial son claras y se manifiestan a fines de la década de los sesentas y principios de los setentas, los niveles más críticos se originan en 1973 y 1974, cuando se da un agotamiento de los efectos dinámicos que las actividades líderes habían tenido en décadas anteriores*.

El Estado, para elevar al máximo el aprovechamiento de la inversión recurrió a la capacidad de endeudamiento en los mercados financieros internacionales, que aunado a la crisis agrícola, el agotamiento de las actividades del patrón de desarrollo industrial y el excesivo gasto público, obligó al Gobierno a la devaluación de la moneda en casi 100% con respecto al dólar, situación que en 1976, concluye con una profunda crisis económica y financiera.

Ante estas circunstancias, el sistema financiero hubo de sujetarse a cambios importantes de los mecanismos como venía operando. En 1976 las autoridades monetarias conceden facilidades para la captación en dólares con el objeto de contener la fuga de capitales y poder hacer frente a las cantidades cre-

*/ La parte dinámica se centró principalmente en la sustitución de importaciones de bienes de consumo durables (línea blanca y enseres electrodomésticos). Una segunda etapa se inicia a fines de los 50's y principios de los 60's, teniendo como principal pilar la industria automotriz; se inicia asimismo la industria petroquímica, electrónica, siderúrgica e incipientemente algunas ramas de la industria pesada. La industrialización implicó un crecimiento exponencial de las necesidades de bienes de capital que acentuaron aún más las presiones hacia la balanza de pagos.

cientes de divisas para el pago de amortizaciones e intereses. A partir del 22 de marzo de 1976 se autoriza la captación en moneda extranjera en el interior del país mediante depósitos a plazo de 3 y 6 meses que no existían.

Otras medidas adoptadas durante 1974 y 1976 fueron, la ampliación de instrumentos de captación de corto, mediano y largo plazo, adecuando las tasas de interés en función de los plazos de vencimiento y montos de inversión.

En 1976 se apoya la captación a corto y mediano plazo, creando los depósitos a plazo fijo de un mes con montos mínimos de 100,000 pesos y en agosto se establecen los certificados de depósitos expedidos a plazo opcional de 3, 6 y 12 meses y de 6 ó 12 meses con tasas y sobretasas de acuerdo a los montos menores o mayores de un millón de pesos y con rendimientos diferenciales pagados a los inversionistas. La creación de estos últimos instrumentos constituyeron un intento de flexibilización de la captación a mediano plazo y las tasas de interés se elevaron, con el afán de captar recursos y sacar a la banca de la liquidez 34/.

34/ Las fechas de los movimientos de las tasas de interés, - proceden de "Tasas de Interés Pasivas e Instrumentos de Captación de la Banca Privada y Mixta 1950-1982", ob. cit.

3.2.2. PERIODO 1977 - 1982

El estancamiento del aparato productivo y el creciente grado de monopolio de las empresas privadas, tiende a acelerar la vía de los precios, lo que impulsa aún más la inflación, en tanto el Gobierno se enfrenta a estos problemas a través de la inyección masiva de recursos monetarios. Sus necesidades crecientes de dinero, hacen que recurra a un fuerte crecimiento de la deuda pública interna, financiándose principalmente a través de la banca.

En 1977 y 1978 el Estado introduce importantes transformaciones en el sistema financiero*: la especialización de la banca múltiple, la flexibilización de tasas de interés, la simplificación en la estructura del encaje $\frac{35}{100}$, el establecimiento de nuevos instrumentos de captación de mediano y largo plazo, la eliminación paulatina de los valores bancarios con liquidez inmediata, la creación de valores ** con el fin de dinamizar y fortalecer la capacidad de política económica y de deuda interna directa, y la autorización para establecer sucursales bancarias en otros países. Un conjunto más de acciones consistió en las medidas adoptadas para que los movimientos de las tasas de interés dejaran de ser algo no sistemático y se convirtieran en el resultado de revisiones periódicas.

*/ El sistema financiero mexicano adolecía no sólo de inflexibilidad frente a los cambios de tasas de interés, ritmos de inflación y tipos de cambio, sino también de una clara obsolescencia estructural. En 1976 los únicos instrumentos de acción con que se contaba en la práctica eran: la tasa de encaje legal y la tasa de interés.

$\frac{35}{100}$ / Véase "Nuevas tasas de encaje legal", Revista Comercio Exterior, vol. 27, núm. 7, pp. 784-785, julio de 1977. México.

**/ Con la creación de CETES, se constituyó un instrumento complementario de la tasa de encaje legal.

En el año de 1977 la captación de recursos por medio de la banca crece considerablemente. Los principales factores que determinan este hecho son: el aumento en las tasas de interés, la "buena" disposición de los mercados internacionales para seguir ofreciendo créditos dadas las expectativas creadas por las reservas petroleras y la política de exportación de las mismas, por parte del Gobierno mexicano 36/.

La política de elevar las tasas de interés iniciada desde 1976 continúa durante 1977 y 1978. A lo largo de 1979 se instaura el mecanismo de revisión semanal de las tasas de interés pagaderas por depósitos a plazo en moneda nacional. En lo referente a la tasa de interés pagada sobre pasivos en moneda extranjera se determina que el nivel de dichas tasas, estarían en función de las vigentes en el mercado del eurodólar *; también se establece que al igual que éstas, las que pagaran los bancos mexicanos se moverían diariamente.

Lo importante de todo esto no fué simplemente la determinación de las autoridades de otorgar una rentabilidad adecuada a los instrumentos de captación a plazo, denominados en pesos, sino que el aumento a la preferencia por los depósitos en moneda extranjera, fué siempre en contra de los objetivos de un adecuado financiamiento del desarrollo, frenando la actividad productiva y desatando presiones inflacionarias y privilegiando las actividades especulativas.

En 1977 y 1978, se modifican instrumentos de captación ya existentes como los depósitos a plazo fijo y pagarés, y se in

36/ Castaingts Teillery Juan, "La Crisis Financiera en México" (un ensayo de interpretación), El Economista Mexicano Vol. XIII, No. 5, septiembre-octubre 1979, pág. 14.

*/ El 22 de marzo de 1977 el Banco de México, dispone que la variación de las tasas de interés se hagan en función de las cotizaciones del eurodólar. A partir del 10 de agosto de 1979 se inicia la revisión semanal de las tasas de interés de los depósitos a plazo fijo de un mes (de 30 a 89 días).

roducen nuevas formas de captación como los depósitos retirables en días preestablecidos. Este sistema de depósitos se creó con la finalidad de atender necesidades de inversión a muy corto plazo en sustitución de los bonos financieros e hipotecarios a la vista, cuyo retiro gradual de la circulación se dispuso a partir del 1.º de julio de 1977, instrumentos que en la práctica dejaron de responder a los objetivos de política monetaria.

A partir del 23 de mayo de 1977, se señalaron diversas medidas tendientes a reestructurar toda la gama de pasivos no monetarios en moneda nacional, modificaciones que fueron complementarias al proceso de creación de la banca múltiple, de consolidación por departamento y de integración de pasivos para efectos del encaje legal.

Sin embargo entre 1979 y 1981, las perspectivas sobre el futuro del tipo de cambio se volvieron más sombrías, a medida que aumentaba la sobrevaluación del peso. No obstante, la captación monetaria se mantuvo, ya que si bien, una alta proporción del ahorro generado se fugó al exterior, también fue posible retener recursos en el sistema bancario a través de depósitos en dólares y en medida en moneda nacional, cuyas tasas de interés nominales aumentaban de manera sostenida. De acuerdo a fuentes del Banco de México, la participación de los depósitos en moneda nacional representó en 1977 el 53.85% del total de la captación monetaria y el resto en moneda extranjera (41.14%). Este proceso en los años siguientes continuaba distorsionándose, en 1982 la captación de los depósitos en moneda nacional fué de 52.44% y en moneda extranjera de 59.39%.

En 1979, el tipo de cambio manifestaba rigidez, para 1980 la cotización de la moneda comienza a ser fluctuante, en tanto las tasas de interés internacionales experimentaban un alza -

sin precedentes y las tasas de interés en moneda nacional, - continuaban con un rendimiento equivalente en moneda extranjerra; la bonanza petrolera se enfrentaba a la desestabilización del mercado internacional, la presión especulativa se exacerbaba y las reservas internacionales agotadas prácticamente.

En 1982 se continuó con la revisión semanal de tasas de inte-rés de todos los instrumentos en moneda nacional. En el transcurso de los primeros ocho meses de 1982 ocurrieron varios - cambios sobre los instrumentos de ahorro en moneda extranjera a corto plazo, ajustándose a las tasas máximas que para efecto de remuneración del encaje legal estableció el Banco de Méxi-co.

El 27 de abril de 1982, se dispuso la reducción del importe - mínimo de todos los depósitos a plazo sin excepción, en todo el país a dos mil dólares. El 18 de agosto del mismo año, el Banco de México definió como "mex-dólares" las obligaciones - de pago en moneda extranjera contraídas dentro o fuera de la República, para ser cumplidas en ésta, a cargo o a favor de - las instituciones de crédito y del Instituto Central.

En septiembre de ese mismo año, se nacionaliza la banca y se establece el control de cambios, como consecuencia y respuesta a la situación que mantenía el país. La amplia libertad cambiaria y la adopción de un sistema dual peso-dólar, resultó ser una medida altamente costosa para México; el desequilibrio externo se agudizó a pesar de los recursos que representaron las exportaciones petroleras, los desajustes de política económica encuentran su principal debilidad en la caída internacional del precio del petróleo.

En medio de estas fuertes tensiones económicas, 1982 concluye con otra severa recesión, la devaluación de la moneda de \$26. 23 -en agosto-, pasa a \$148.50 pesos por dólar a finales del

mismo año y altamente dependientes del exterior. La inflación e incertidumbre acentuaron más las expectativas de los ahorradores e inversionistas, intensificando la fuga de divisas, -desequilibrios que se hicieron marcar en la balanza de pagos. En 1982, el déficit en cuenta corriente/PIB fué de -7.69% (la cifra más elevada del período 1970-1986).

Esta situación se combinó con un proceso adverso para México, el crédito internacional se redujo entre la contracción de la liquidez provocada por la caída del mercado petrolero y por -la política de absorción de recursos internacionales desencadenada por el alza en las tasas de interés norteamericanas.

Estas variables de la crisis económica, se aprecian claramente en los cuadros núms. 1, 3, 4, 5, 6, y 7.

En el cuadro No. 1, se expresa comparativamente los índices inflacionarios (precios al consumidor) de nuestro país y el de Estados Unidos, así mismo las tasas de interés nominales y -las tasas reales. Aquí los resultados son evidentes, en México, las cifras inflacionarias han estado desde 1974 hasta 1986 por encima de las tasas de interés nominales, sin considerar las tasas reales que desde luego resultan ser negativas. Esto se representa también en la gráfica No. 1, en donde la tasa de interés real se mantiene en el cuadrante de números negativos a excepto de dos años que fueron 1981 y 1985 en que repuntan ligerísimamente hacia el cuadrante positivo, ganándole a la inflación en 2.4% y 4.10% respectivamente.

La tasa real de interés se consideró bajo el supuesto de incorporar los niveles de inflación y el rendimiento real resultó de la expresión $r = \frac{1+i}{1+p} - 1 = \frac{i - p}{1 - p}$ donde (i) es el rendimiento nominal y (p) es la tasa de inflación. Las operaciones se realizaron para cada año de la serie señalada y se hizo lo mismo con la tasa mundial, considerando como tal, la

tasa prime nominal a tres meses de Estados Unidos. Aquí los resultados son diferentes. La tasa mundial real se mantiene durante el período 1978-1986 por encima de la tasa de inflación de los Estados Unidos, aunque de manera muy significativa, sólo en 1985 y 1986 superan a la inflación con mayor valor (véase la gráfica No. 2, en la que se representan las tasas de interés real interna y mundial).

En los cuadros Nos. 3 y 4, se señalan las tasas de interés sobre instrumentos de ahorro bancarios a plazo fijo en moneda nacional y las tasas de interés en el mercado de Estados Unidos y Londres, período 1977-1986, y aunque se traten del promedio de cotizaciones diarias vigentes a diciembre expresadas en por ciento anual, éstas manifiestan claramente, que cualquier aumento de las tasas de interés no logró frenar la evasión de capitales y si condujo a acentuar las presiones cambiarias. En tanto las tasas de Estados Unidos y Londres contribuyen a desequilibrar las finanzas públicas del país, dado que éstas crecen exorbitantemente desde 1979.

En el cuadro No. 5, se analiza la evolución de la participación de los ingresos, egresos y déficit del sector público con respecto al PIB, período 1970-1986. El alto déficit financiero alcanzado en 1981 del 14.5% y en 1982 del 17.9%, deteriora en los siguientes años, las relaciones económicas con el exterior por el alto endeudamiento y al sistema financiero, lo que debilitó el ahorro interno. La forma más razonable de financiar el déficit del sector público y reducir su tamaño frente al Producto Interno Bruto, fué para el Gobierno Mexicano recurrir al endeudamiento interno (principalmente Cetes), ofreciendo altas tasas de interés, obviamente mucho más elevadas que las bancarias, deuda interna que se acrecentó en los últimos cuatro años.

En los cuadros Nos. 6 y 7, se señalan el tipo de cambio peso-dólar y los indicadores más importantes de la balanza de pagos durante 1970-1986. En el rubro de fuga de capitales como proporción del PIB, se observa que son determinantes los años 1976, 1981, 1983 y 1986, para comprensión de nuestro análisis.

3.2.3. PERIODO 1983 - 1986

1983 - 1985, abarcan un período de Estabilización y Reordenación Económica, acordado con el Fondo Monetario Internacional, que coincidió con el Programa Inmediato de Reordenación Económica (PIRE), de la actual administración. Esto se trató de un ajuste drástico de política recesiva, orientado centralmente a estrechar la brecha externa, contener la inflación y disminuir el déficit público como porcentaje del PIB. Se enfatizó en una política anticrisis que articularía procesos de cambios estructurales que permitirían un crecimiento estable e igualitario sobre bases nuevas tomándose en consideración que el PIB en 1982 había sido decreciente -0.5% y para 1983 - éste caía hasta -5.3% (véase la gráfica No. 3, PIB y Déficit Financiero del Sector Público 1970 - 1986).

En política financiera, se definían cuatro objetivos básicos, expresados en el Plan Nacional de Financiamiento del Desarrollo: fortalecimiento del ahorro interno, reorientación de las relaciones económicas con el exterior, así como el fortalecimiento del sistema financiero que optimizarían los recursos e impulsarían el desarrollo económico.

Para 1985, los diagnósticos delineados en el PIRE y en el Plan Nacional de Desarrollo no concluyen con las metas programadas, el incumplimiento de éstas quedan lejos de los objetivos plan-

teados por lo que en julio del mismo año es anunciado un nuevo reordenamiento de la economía 37/.

La evolución del sector financiero durante 1985, se caracterizó por una fuerte demanda de recursos financieros frente a una captación real insuficiente. La elevada demanda interna de crédito provino fundamentalmente del sector público, ya que el déficit gubernamental alcanzó una magnitud superior a las metas previstas, situación que se vió agudizada por la nula disponibilidad de recursos externos.

Ante estas circunstancias, el déficit adicional tuvo que financiarse en parte a costa del sector privado. Ello se logró recurriendo al mercado de dinero y de capitales y mediante la canalización obligatoria de crédito bancario al sector público. Los flujos de crédito del sector privado se vieron contráidos de manera significativa a raíz de la elevación en las tasas de encaje aplicable a la banca *. El ritmo de captación bancaria mostró un continuo debilitamiento a lo largo del año, situación que se agravó más, debido a la reducción de colocación de Cetes, al cancelarse las subastas **, lo que tornó a las autoridades hacendaria a elevar el CPP provocando que las tasas de interés alcanzaran niveles de 95% por peso captado en diciembre de 1986, en tanto los instrumentos no bancarios alcanzaron niveles del 105.5%, en el mismo período.

37/ Las razones se sintetizan en los siguientes factores: No se logra abatir la inflación, la reducción del déficit público no se cumple totalmente, las importaciones aumentan por arriba de lo pronosticado, el dinamismo de las exportaciones se debilitaron, el crecimiento de la economía crecía al triple, pues la meta del PIB esperado en 1984 era de 1.0% y se llega a 3.5%, lo que generó un sobrecalentamiento de la economía, que recayó sobre el nivel de precios y la balanza de pagos, sin disminuir la presión de la deuda externa.

(Véase el cuadro No. 8: Discrepancias entre la inflación prevista y registrada durante 1983-1986).

Consúltese a Rog Jaime, "Crisis económica y política de estabilización en México", Revista Investigación Económica No. ...

El desplome del mercado internacional de los hidrocarburos, - aunado al conjunto de problemas ya existentes, el abatimiento de los precios internacionales de casi todas las materias primas, significó para 1985 y la mayor parte de 1986 *** la acentuación de la crisis, llegando nuevamente a una situación recesiva 38/. 1986 concluye con un Producto Interno Bruto de -3.8%.

Durante 1985 y 1986, la economía nacional se colocó en una situación de descontrol, presa de tendencia inflacionaria y en un ambiente altamente especulativo. Cualquier aumento de las tasas de interés, no logró abatir los costos del mercado y menos aún logró la estabilidad en el mercado de dinero.

De manera general y resumiendo lo anteriormente descrito, podemos decir que la tasa de interés ha significado un instrumento monetario fundamental en la política económica y financiera de México, a partir propiamente de los cambios en la estructura económica surgidas de la crisis de 1976, que provocó desde 1973 - 1974 profundas deformaciones en el sistema financiero.

Las causas y deformaciones que más han incidido, dentro de un proceso desesperado por obtener resultados favorables, a través de utilizar la tasa de interés como variable de ajuste o

168, abril-junio de 1984, pp. 61 a 74, UNAM. Fac. de Economía.

*/ El 11 de julio de 1985 el Banco de México, determinó subir a 90% el encaje legal.

**/ De julio de 1985 a julio de 1986, se prohibió el crédito bancario a empresas registradas en el mercado de valores y se disminuyó la emisión de CETES.

***/ El 22 de julio de 1986, la SHCP dió a conocer la nueva Carta de Intención del Gobierno ante el F.M.I. y el 23 de junio del mismo año, es dado a conocer el Programa de Aliento y Crecimiento (PAC), prestando atención al PIB, inflación, déficit público y a las cuentas externas.

38/ De la Madrid Hurtado Miguel, IV Informe de Gobierno, 1986.

muro de contención, han sido las siguientes:

Causas:

- Crisis de la economía mexicana derivada de un modelo de acumulación imperante desde la década de los años 40's.
- Crisis en el capital productivo industrial y su desarticulación con el sector agrícola.
- Las presiones inflacionarias.
- La crisis financiera.
- La dependencia económica externa y,
- Los acontecimientos económicos internacionales.

Deformaciones:

- Desintermediación financiera.
- Actividad especulativa y fuga de capitales.
- Desconfianza de los ahorradores para depositar sus fondos en el sector financiero.
- Deterioro en la actividad productiva y sectores prioritarios
- Por último, deterioro en los salarios y el empleo.

El cuadro No. 9 -Estructura del financiamiento otorgado por el sistema bancario al sector público y al sector privado - 1970-1986-, sólo viene a reforzar lo anteriormente señalado. El sector público demandó desde 1977 el mayor porcentaje de financiamiento. Entre 1981 y 1986 el 73.48% promedio del total de recursos crediticios se asignaron a este sector, en tanto el sector privado absorbió el 26.52%. Esto tiene que vincularse con el análisis de los otros indicadores de la balanza de pagos: déficit de la cuenta corriente con respecto al PIB, pago de intereses con respecto al servicio de la deu-

da externa y el déficit del sector público (cuadros 5 y 7), cuya apreciación es muy importante, ya que en 1986 a consecuencia fundamentalmente de la caída del precio de los hidrocarburos, el déficit de la cuenta corriente/PIB, vuelve a -- elevarse a -1.5%, situación que se había logrado superar con saldos positivos en los últimos tres años 1983-84 y 1985. Asimismo se observa que el pago de intereses/servicio de la deuda, crecen sostenidamente en mayor proporción a partir de 1982-1986, también sucede lo mismo con el déficit financiero, que llega en 1986 al 16.3%, cuando en los tres años anteriores se había intentado abatir.

El cuadro No. 10 -Estructura del crédito por la banca comercial a actividades primarias, industriales, vivienda de interés social, servicio y comercio 1970-1986-. Este análisis es consecuencia de lo anterior. Los flujos de crédito a estos renglones se vieron contraídos, las tasas de crecimiento pro medio anual decrecieron considerablemente en los últimos 6 años, llegándose a tasas negativas. El mayor abandono se dá en 1985 y 1986 en las actividades primarias cuya tasa decrece en -30.6% con respecto a los años anteriores, en segundo lugar el comercio (-9.1%) y por último, la vivienda de interés social (-4.8%).

Tómese en cuenta, que los factores fundamentales como ya se mencionó fueron: la elevación de las tasas de encaje legal y la ausencia de recursos externos.

En ambas situaciones de los cuadros Nos. 9 y 10, el efecto de la astringencia crediticia, al contar con menores recursos hizo que las tasas de interés se elevaran, ocasionando una ruptura entre el sistema financiero y los sectores productivos.

Cuadro No. 11 -Costo porcentual promedio de los pasivos 1975-1986-. Esto representa el costo financiero que sirve como base para el cobro de las tasas de interés en las operaciones activas. Si el Gobierno mexicano opta por incrementar las tasas de interés por encima del CFP, con el fin de alcanzar mayor rentabilidad, el margen entre la tasa activa y la tasa de interés pasiva ocasiona una tasa artificial, que es subsidiada con recursos inflacionarios, de ahí que cualquier aumento de las tasas de interés bancarias se trasladan a los demás mercados, incrementándose los costos de financiación.

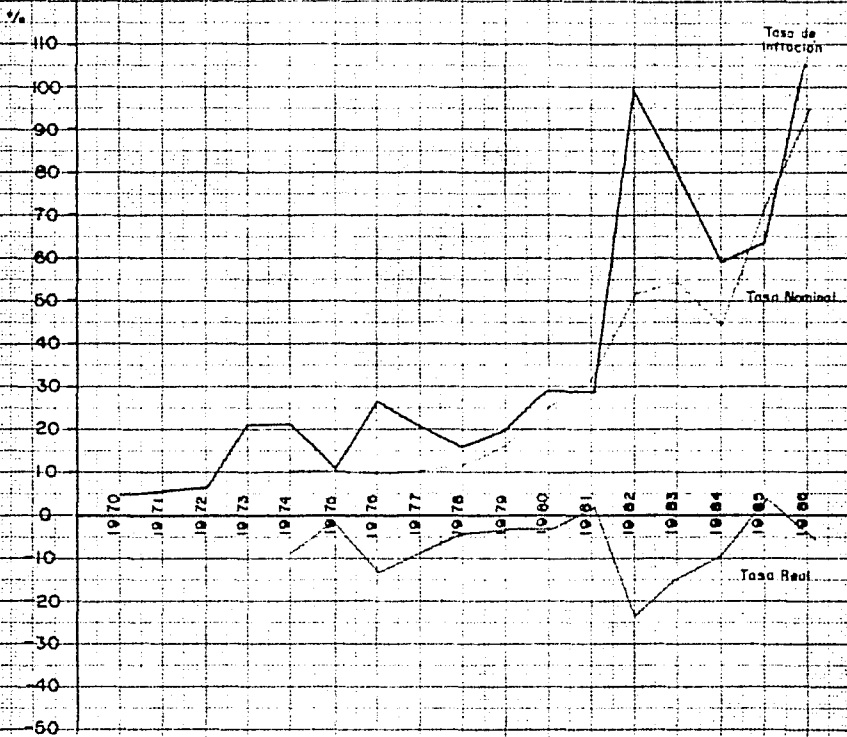
En este cuadro es de apreciarse que a partir de 1983, las tasas de interés activas han guardado un comportamiento más acorde con el de las pasivas -del cuadro No. 3-. Mientras que en el análisis del siguiente cuadro, las tasas de interés no bancarias, toman otra dirección.

Cuadro No. 12 -Tasas de interés sobre instrumentos de ahorro no bancarias 1980-1986-. Posterior a la nacionalización de la banca, el desarrollo que ha expresado la Bolsa Mexicana de Valores, ha constituido una palanca financiera de primer orden en la política económica del país. Su auge ha consistido en la absorción de la transferencia de ahorro de la banca al mercado bursátil, dado que el ahorro de los pasivos no netarios se ha visto desplazado a las acciones y obviamente a que las utilidades que ofrece la Bolsa de Valores, son superiores a las tasas bancarias. Las tasas de interés de los agentes que cotizan en Bolsa están exentas de impuestos fiscales, mientras que los ahorradores en el sistema bancario son causantes cautivos.

El auge bursátil lo forman las empresas, inversionistas institucionales, sociedades de inversión y las propias casas de bolsa. De ahí que la inestabilidad y especulación que se fomenta en el mercado bursátil, puede deprimir la inversión -

productiva y el empleo, canalizándose recursos crediticios que solo favorezcan el capital financiero y rentabilidad de las empresas, sobre todo en una etapa como la que se vive actualmente, en la que el comportamiento de los inversionistas no se ve guiado por la racionalidad sino por el pánico y en la que difícilmente puede predecirse con certidumbre lo que pueda pasar.

MEXICO: TASAS DE INTERES NOMINAL Y REAL A TRES MESES Y TASA DE INFLACION (PERIODO 1970-1986 %).



FUENTE:
Gráfico elaborada en base al cuadro No. 1

TASA DE INTERES REAL INTERNA Y MUNDIAL ^{U/}
(1974-1986).

Tasas de
interés
%

+10

0

0

-20

-30

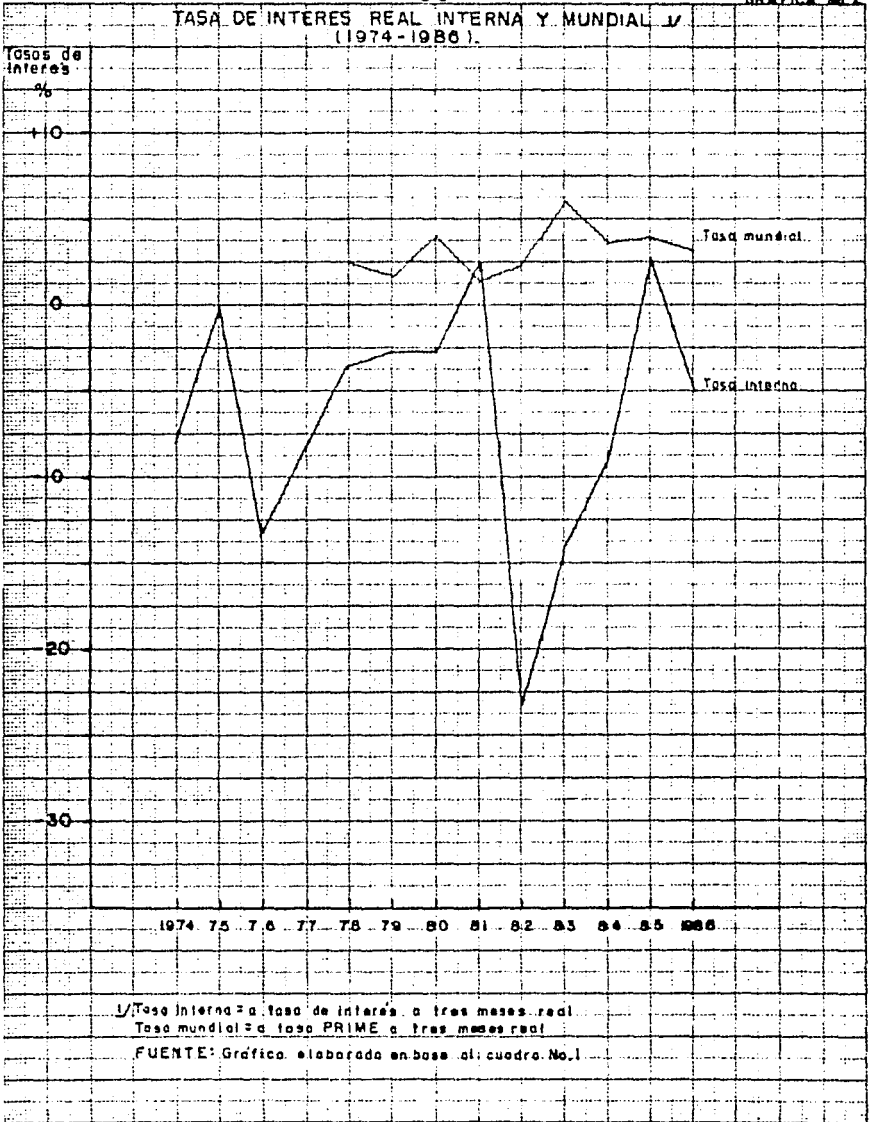
1974 75 76 77 78 79 80 81 82 83 84 85 86

Tasa mundial

Tasa interna

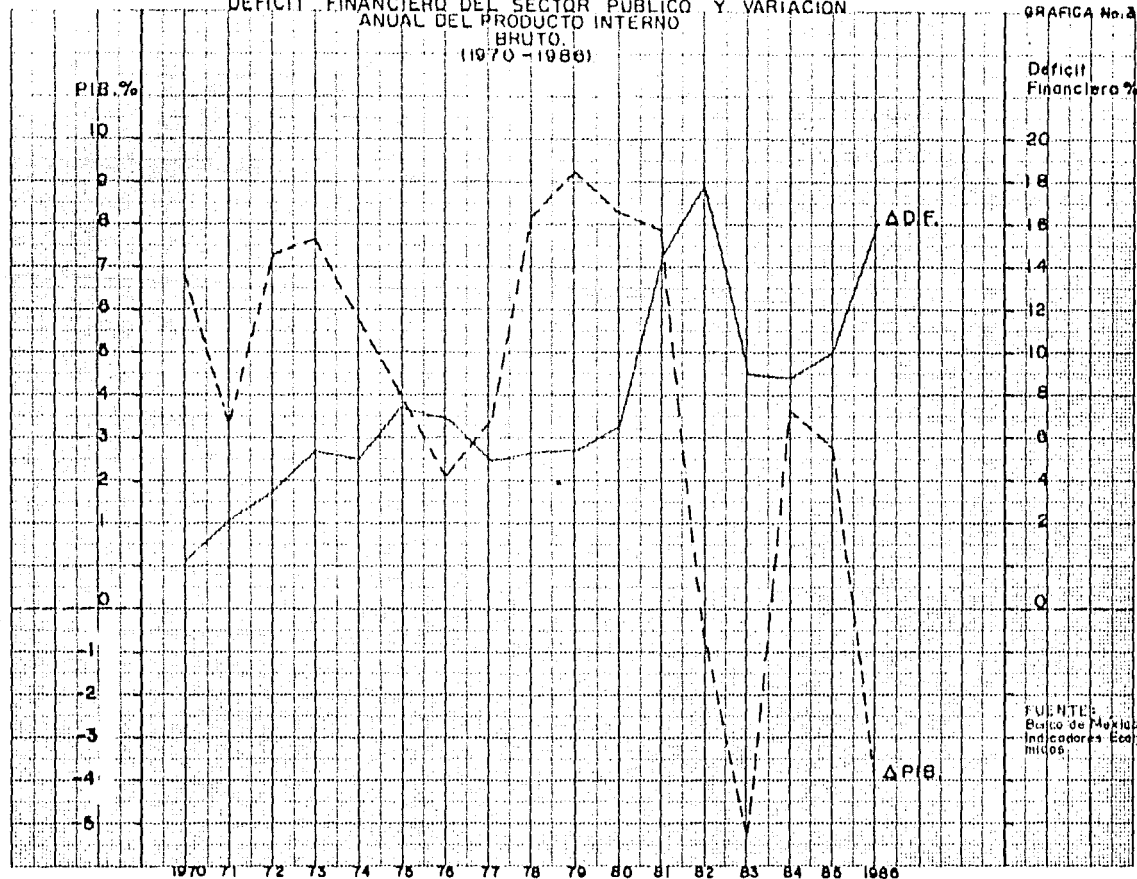
U/ Tasa interna = a tasa de interés a tres meses real
Tasa mundial = a tasa PRIME a tres meses real

FUENTE: Gráfico elaborado en base al cuadro No.1



DEFICIT FINANCIERO DEL SECTOR PUBLICO Y VARIACION
ANUAL DEL PRODUCTO INTERNO
BRUTO.
(1970-1986)

GRAFICA No. 2



FUENTE:
Estado de Méjico,
Indicadores Económicos

CAPITULO IV. LAS TASAS DE INTERES UN CIRCULO VICIOSO

- 4.1.1. Círculo Inflacionario
- 4.1.2. Círculo del Endeudamiento Interno
- 4.1.3. Riesgo Cambiario

- 4.2. El Criterio Fondomonetarista en la Política de las Tasas de Interés.

CAPITULO IV. LAS TASAS DE INTERES UN CIRCULO VICIOSO.

En el anterior capítulo, se enfatizó, que la política de las tasas de interés empleada durante el período 1970-1986, estuvieron aunadas a causas y deformaciones financieras, que a la fecha se han visto vinculadas a interminables círculos viciosos, mismos que en éste último capítulo abordaremos.

El círculo vicioso de altas tasas de interés, se le ha atribuido al fenómeno monetario que trae consigo, repercusiones en la inflación, influencia en el déficit público y devaluaciones continuas, que han sometido al país a un grave descenso de los niveles de producción de bienes y servicios, a un deterioro cada vez mayor del salario y por lo tanto a un descenso acelerado de los niveles de ocupación que han generado situaciones caóticas en la economía mexicana.

Dada la problemática en los fenómenos viciosos: tasa de interés, inflación, endeudamiento interno y riesgo cambiario, se plantea la adopción del programa gubernamental que las autoridades financieras manifiestan como estrategia para reducir las tasas de interés, tal reto de política financiera se menciona aquí. Por último concluiremos que estos círculos, son parte integrante en los convenios celebrados con el Fondo Monetario Internacional, en tanto que elevar las tasas de interés constituye un concepto fondomonetarista.

4.1.1. CIRCULO INFLACIONARIO

El fenómeno inflacionario conlleva a que la tasa de interés se ajuste a este, al ser ésta la determinante del valor de dinero y que refluye sobre toda la economía.

Cabe aquí hacer un paréntesis para considerar algunos elementos característicos del proceso inflacionario. Desde luego, se trata de puntos de vista bastante discutibles.

Las teorías sobre las causas de la inflación pueden agruparse en dos grandes apartados: inflación de demanda * e inflación de costos, entendida esta última en un sentido amplio que cubre no solo aumentos salariales y alzas en los precios internacionales de los insumos, sino también las alzas en los costos que tienen su origen en desequilibrios estructurales o elementos monopólicos.

La inflación de demanda es cuando un aumento autónomo en la demanda lleva a una mayor utilización de la capacidad productiva; pero, en la medida en que la economía no cuente con dicha capacidad, aparecerán cuellos de botella crecientes y la oferta se volverá inelástica, presentándose escases y estrangulamientos en el proceso productivo que provocan el aumento de los precios de los bienes y servicios, así como mayor demanda de bienes importados.

A medida que avanza el proceso inflacionario se van presentando estrangulamientos en distintos sectores de la economía.

*/ Del lado de la demanda, los principales factores inflacionarios son: a) el medio circulante, b) el ingreso disponible y c) la demanda externa (propensión marginal a importar). La inflación de demanda también es definida como inflación monetaria.

Los diversos sectores alcanzan sus niveles de saturación en momentos distintos, según sean las características estructurales o coyunturales de la economía.

En otro criterio, se considera que los diversos fenómenos - que se asocian directamente con la inflación, lo constituyen los precios, el sector externo, las ganancias, los salarios y las estrategias de desarrollo y que los principales actores del proceso inflacionario lo son: las empresas industriales, los productores agrícolas, el sistema bancario, los obreros, el gobierno y los comerciantes 39/.

Tomándose en consideración otro de los planos inflacionarios, se sostiene que la inflación de México no corresponde propiamente a presiones de demanda, sino que se trata de una inflación de "costos financieros" y su incidencia está principalmente en los llamados precios clave de la economía siendo éstos: el salario real *, el precio de los bienes y servicios que ofrece el sector público, la tasa de interés y el tipo de cambio 40/.

En el análisis de J.M. Quijano 41/, señala que la tasa de inflación en los últimos años, (para el caso de nuestro análisis 1980-1986) encuentra su explicación en las políticas financiera y cambiaria y los instrumentos que han ganado presencia e importancia son: el tipo de cambio y la tasa de in-

39/ Barkin David y Gustavo Esteva, "Inflación y Democracia el caso de México", pág. 47, Ed. Siglo XXI, México 1978.

40/ Calzada Fernando, "El Pac y el fracaso de la política económica", Revista Economía Informa No. 142-143, julio-agosto/1986, págs. 13 y 14, Fac. de Economía, UNAM. México.

41/ Quijano J.M., "México: Estado y Banca Privada", pág. 98, Ob. cit.

*/ Los criterios divergen en considerar si los salarios son o no generadores de inflación.

terés. Ambas, vía costos, han generado aumentos en la tasa de inflación, conllevando a devaluar el peso y a adoptar tasas de interés cada vez más altas.

Con altas tasas de interés la política cambiaria queda atada a las variaciones en el "costo del dinero", la presión inflacionaria, induce a acelerar el deslizamiento de la paridad cambiaria lo cual eleva los costos de las industrias, esto lleva a incorporar nuevamente presiones inflacionarias más si hay un alto contenido de importaciones en el aparato productivo 42/.

Sacristán Colás, por su parte hace un señalamiento y sostiene que la tasa de interés tiene efectos directo y acumulativo en el proceso inflacionario de los precios, es la causa más directa del proceso acumulativo de la inflación y naturalmente también del desempleo y del desequilibrio externo.

El costo del dinero, es decir la tasa de interés, tiene no solamente un efecto negativo en el proceso de la inversión, sino también reduce el ingreso monetario y por lo tanto el ahorro. La alta tasa de interés retrae el ahorro de su natural destino, que es la inversión, porque la tasa nominal, más la tasa de inflación (actuales), reduce la eficiencia marginal del capital, aumenta la demanda de consumo, reduce la inversión y por tanto el ahorro y la captación de recursos. Sin embargo, para Sacristán Colás, el ahorro no es sacrificio del consumo de una gran parte del ingreso, el ahorro no es otra cosa que la diferencia entre el producto y el salario que no gastan empresarios, rentistas y funcionarios, por lo tanto, es más que dudoso que pueda estimularlo

42/ Quijano J.M., señala al respecto: "las tasas de interés tendrán un impacto recesivo interno y al elevarse los costos financieros (que se trasladarán a los precios de bienes y servicios), contribuirán al proceso inflacionario interno ...". Pág. 78, y 112. Ob. cit.

la tasa de interés, por "efectiva" que fuera 43/.

Sacristán Colás, vincula los efectos del costo del dinero como elemento determinante de la "tasa de ganancia", y encuentra la causa del desequilibrio inflacionario en la desproporción de la participación de la ganancia, advirtiendo, que -- cuanto más alta sea la tasa de interés más alta tiene que ser la tasa de ganancia, y para que sea más alta la tasa de ganancia mayor tiene que ser la desproporción de la participación de la ganancia para compensar el rendimiento decreciente del capital conforme aumente la acumulación 44/.

Dado los puntos de vista anteriores, llegamos a las siguientes consideraciones:

Existe actualmente una inflación incontrolable y cada vez más peligrosa de enfrentar. De una tasa de inflación promedio del 3% en la década de los años 60's, la tasa inflacionaria llegó a 27.2% en el año devaluatorio de 1976, en 1982 fué de 98.8% y en 1986 de 105.7%, lo que pronostica que ésta continuará elevándose aún más. De ahí que el aumento de la - inflación ha obligado al Gobierno Mexicano a modificar contnuamente el valor de las tasas de interés.

Las tasas de interés en su totalidad se han ajustado con retraso a los índices inflacionarios, así se demuestra en el cuadro No. 1. El aumento de las tasas nominales de interés, no han constituido un elemento de contención de los precios y sí como dice Sacristán Colás , "... los efectos de la tasa de interés en el proceso inflacionario, se han manifesta-

43/ Sacristán Colás, "Tasa de interés, precios y tipo de cambio", pp. 551-556, Revista Comercio Exterior, Vol. 27, mayo de 1977, México.

44/ Sacristán Colás, "Inflación, desempleo, desequilibrios - comercial", págs. 119-161 y 201-225, CIDE, la. reimp. México 1983.

en las espirales: tasas de interés, desproporción de la participación de la ganancia, precios, tipos de cambio, teniendo repercusiones en las balanzas de mercancías y servicios".

Desde un punto de vista microeconómico, la tasa real de interés constituye un componente importante para la empresa, porque es un elemento del costo de los factores, es decir, del costo de utilización del capital, porque directa e indirectamente es componente del costo del trabajo. La tasa real es la tasa de actualización que la empresa emplea en el cálculo del valor de sus utilidades futuras y que combina con la participación de los salarios. Y cuando los cambios en el nivel de precios son mayores que en las tasas de interés, se reduce el valor de los activos financieros, lo que induce a cualquier agente económico o público en general, a buscar instrumentos alternativos que mantengan su valor, ejemplo: la acumulación de inventarios, la compra de bienes materiales y activos extranjeros como medida de defensa a la inflación. Esto trae -como ya se mencionó anteriormente- rupturas entre el sistema financiero y los sectores productivos.

El esquema No. 2 -La tasa de interés un círculo vicioso-, --pretende explicar como la inflación implica causas inerciales, monetario-fiscales y de costos. La tasa de interés se haya -en dos planos: en el inercial y en el de costos, que a su vez refluyen en un plano central (monetario-fiscal), constituido por el déficit público, círculo vicioso que veremos en el siguiente inciso.

El cuadro No. 13 -Castigo a los salarios- nos permite apreciar el deterioro del pago de salarios como proporción del PIB, fundamentalmente en los años considerados de especulación financiera 1982-1986. La caída del poder adquisitivo respecto a su nivel de un año anterior, dá claras muestras del fenómeno inflacionario inmerso en los salarios.

Dentro de los retos de política financiera, existen los indicios de que la tendencia a la baja de las tasas de interés - se afirmarán en los siguientes años *. Para tal efecto el gobierno mexicano ha asignado mediante tres puntos, un papel de capital importancia a la estrategia antiinflacionaria: 1. Reducción del déficit presupuestario a través de una estricta disciplina, 2. Uso de los recursos frescos, para fortalecimiento de la balanza de pagos y del ahorro financiero, y 3. Profundización de la política de racionalización del comercio exterior (apertura comercial). Un cuarto punto adicional es la mejor sincronización en las revisiones de precios y tarifas del sector público.

1. El abatimiento del déficit y las consecuentes menores necesidades de requerimientos financieros harán posible elevar la oferta de fondos prestables para dar mayor apoyo al bienestar social, atemperar las presiones inflacionarias y apoyar las metas en materia de tasas de interés y de tipo de cambio.

2. Según el proyecto gubernamental, argumenta que los recursos frescos tienen las posibilidades de mitigar las presiones inflacionarias, aumentar la disponibilidad de recursos financieros para los sectores privado y social, aliviar las finanzas públicas y fortalecer las reservas del país. Esto último permitiría estabilizar el mercado cambiario, evitar embates contra el signo monetario y disminuir las presiones inflacionarias. Al reducirse éstas, las tasas de interés podrían mantenerse sin cambio -e incluso decrecer-, con lo cual se lograría el propósito de "romper los círculos viciosos de la inflación", ello elevaría la disponibilidad de fondos y de darse una recuperación del mercado petrolero, los apremios finan

*/ Véase "El PAC: sus retos y obstáculos", Revista de Comercio Exterior, marzo de 1987, págs. 185 a 192.

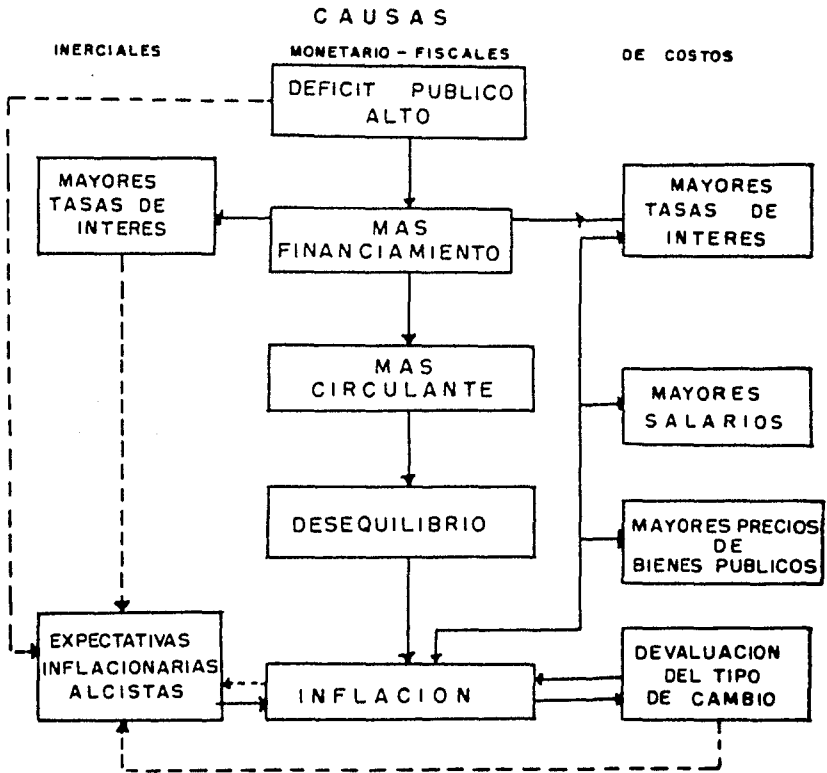
cieros podrían relajarse un poco.

3. Apertura Comercial, que pondrá límites a los precios internos. Los productores nacionales tendrán que ofrecer precios más competitivos, o por lo menos iguales a los de las corres-pondientes mercancías extranjeras.

Desde nuestro punto de vista personal, estas tesis que el Go-
bierno plantea, se vislumbran muy poco factibles, o si lo fue-
ran, éstas serían muy efímeras, en virtud de que es imposible
conciliar bajas tasas de interés con alta inflación, alto en-
deudamiento externo y desempleo, independientemente de la tra-
yectoria que pudieran tener otros factores externos.

(Véase el Esquema No. 3). -Programa Gubernamental, la estrategia
antiflacionaria y baja en la tasa de interés- .

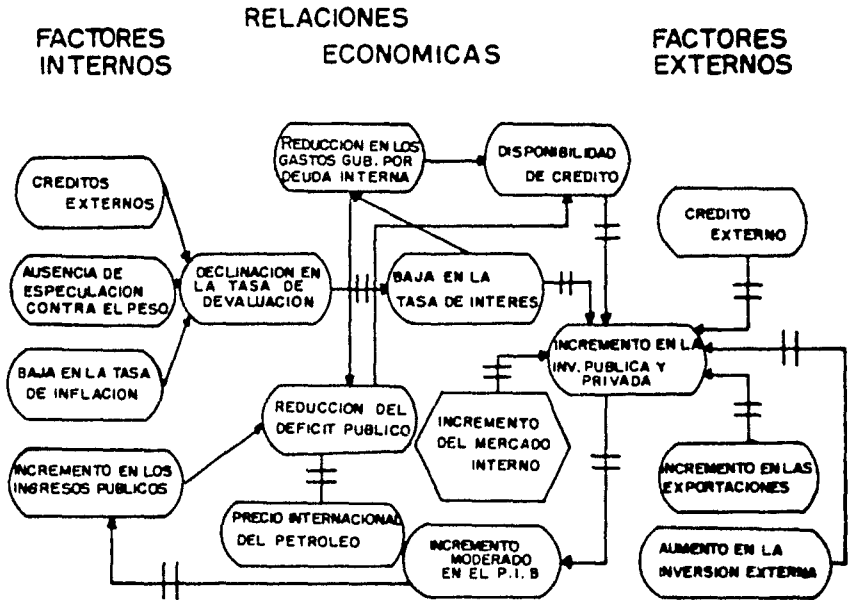
LA TASA DE INTERES UN CIRCULO VICIOSO:
INFLACIONARIO- ENDEUDAMIENTO INTERNO - CAMBIARIO.



• Véase Periódico EXCELSIOR, Sección Financiera Iro. DICIEMBRE de 1986.

BAJA EN LA TASA DE INTERES

PROGRAMA GUBERNAMENTAL* 1987-1988



→ Flecha continua significa: probable realización de logros
 ||| → Flecha interrumpida significa: relación problemática e incumplimiento en los metas del programa gubernamental.

Los factores internos y externos, constituyen los factores que determinan la posibilidad de validez del proyecto gubernamental.

*Véase periódico EXCELSIOR, sección financiera, 18 de diciembre de 1986.

4.1.2. CIRCULO DEL ENDEUDAMIENTO INTERNO

La política monetaria es reconocida como complementaria a la política fiscal para propósitos de estabilización financiera y económica, de ahí que las tasas de interés no puedan divorciarse de la situación fiscal.

Una política fiscal expansiva es aquella que comprende: la carga tributaria, elevados niveles de encaje, el impuesto inflacionario * y el endeudamiento interno y externo.

El financiamiento al déficit es obtenido a través de recursos internos y externos al que recurre el gobierno como un medio para financiar sus erogaciones, pero ambas tienen sus propias limitaciones. Nosotros hablaremos aquí en específico del endeudamiento interno.

El financiamiento del déficit fiscal por la vía del endeudamiento interno, presiona indudablemente al mercado crediticio. El efecto de la astringencia** crediticia al contar con menores recursos para otorgar crédito, hace que la banca coloque lo que dispone a tasas suficientemente altas para generar utilidades y al escasear el dinero éste se ofrece a mayor precio. Así una combinación del déficit fiscal alto y -restricciones de la oferta de dinero determinará elevadas tasas de interés, y al encarecerse el costo del dinero se encarece el servicio de la deuda pública interna y eleva el défi

*/ Se refiere esto a la adopción de medidas fiscales de parte del Gobierno como son aumentos de los impuestos o de los precios de los bienes y servicios provistos por el sector público que pueden ser factibles o no. El cambio unidireccional del sistema de precios es un indicador de lo expansivo - de la política fiscal.

**/ La política contraccionista o astringente se ha realizado

cit financiero, lo que contribuye al aumento de las presiones inflacionarias.

La estrecha relación entre la intermediación financiera y las tasas de interés pasivas, pone de manifiesto el escaso margen dentro del cual la política de tasas de interés puede influir permanentemente en el costo real del crédito. El financiamiento del déficit tiene un efecto de choque sobre las tasas de interés nominales y reales, y un mecanismo de transmisión de perturbación, es en sí, el nivel del gasto público.

De acuerdo a las características monetaristas, una de las -- principales causas del incremento de las tasas de interés es el gasto público -- es decir, las necesidades de endudamiento del sector público -- "... que a su vez, son la verdadera causa de inflación, porque es responsable del incremento en la oferta monetaria, y es la causa inherente del aumento de los precios..." 45/.

En un criterio antimonetarista esto carece totalmente de bases y es contradicho, la explicación radica no en la magnitud del déficit del sector público sino en el crecimiento -- fuera de control de los préstamos bancarios al sector privado.

Lo cierto es que una de las cuestiones vinculadas a financiar el déficit fiscal es la competencia que se desata entre la colocación de deuda pública y deuda privada a través de operaciones de mercado abierto, que a su vez influyen sobre el nivel de las tasas de interés.

El cuadro No. 14 --Colocación de la deuda interna del Gobier-

a través de recortes del gasto público, restricciones en la política crediticia y salarial y contracción de la demanda global.

45/Kaldor Nicholas, "Acerca del Monetarismo", Investigación Económica 166, oct.-dic./1983, pp. 170 y 171. P.E. UNAM.

Federal a través de valores 1977-1986-).

En condiciones de desintermediación financiera interna y de endeudamiento neto externo, el financiamiento del déficit público ha creado fuertes problemas, presionando conjuntamente la emisión monetaria, la desacumulación de reservas internacionales y las tasas de interés. Las autoridades monetarias se han enfrentado al dilema de seguir una política pasiva, acomodando, vía crédito primario del Banco Central, los requerimientos del sector público, o activa limitando dicho crédito y dejando que la tasa de interés funcione como variable de ajuste. Se ha buscado un equilibrio entre estas dos posiciones extremas.

El cuadro No. 15 -Evolución del endeudamiento externo e interno del Gobierno Mexicano 1970 - 1986-, nos demuestra con toda evidencia los saldos de la deuda pública durante los últimos 16 años. Si observamos detenidamente las cifras, vemos, que de acuerdo a la S.H.C.P., la deuda interna en 1982 correspondió a 2,767.7 miles de millones de pesos (MMP) y en 1986 fué de 23,755.6, lo que significa que durante sólo cinco años se incrementó 8.6 veces más, mientras que el pago de intereses para los mismos años creció en 26 veces más. Pero además, si multiplicamos el número de veces en que se ha incrementado tanto el saldo de la deuda interna de 1970 a 1986 como el pago de los intereses de la misma de 1977 a 1986, -- los resultados son sorprendentes, dado que en 16 años la deuda interna ha crecido 519.9 veces más y los intereses, para el período señalado en 464.3 veces.

Ahora, si comparamos el pago de intereses externos por financiamiento al sector público con los intereses internos de -- 1986, respectivamente. Resultan ser para los primeros --- 5,609.7 MMP. (tomándose en consideración el tipo de cambio libre de fin de período 1986 a 915.0 pesos por dólar) y para

los segundos de 9,471.0 MMP, esto es, que el pago de intereses internos superan el pago de intereses externos en 1.7 veces más, lo que representa una importante desviación del 23.1% del gasto total ejercido del sector público presupuestario que en 1986 fué de 41 billones 3 mil millones de pesos.

Asimismo el cuadro No. 14, nos refuerza que en 1986 los Certificados de la Tesorería, fueron la vía principal del endeudamiento interno, representando el 81.4% de la colocación total de valores del Gobierno Federal.

Lo anterior queda más objetivo si observamos la gráfica No. 4, en ésta hay 3 variables a considerar: la tasa de creación de dinero pública, privada y externa. Lo que trata de explicar como el déficit público principalmente recayó en gran parte en deuda con el banco central y por tanto en aumento de la base monetaria. La base monetaria es una variable supe-
ditada y comprometida a cualquier variación de política mon-
etaria y en consecuencia a las tasas de interés.

La gráfica muestra la estructura porcentual de las tasas de crecimiento de G/M , P/M y F/M , con respecto a la oferta monetaria. De donde se tomó a M_3 como la creación total de dinero, G/M = significa la creación pública de dinero por el Banco de México, P/M = como cambia la participación de la creación interna de dinero en la oferta monetaria agregada en términos de su variación en valores absolutos y F/M = creación externa de dinero (reservas internacionales). Véase el cuadro No. 16 que explica los resultados de la gráfica.

Las características más importantes a destacar tanto en la gráfica No. 4 como en el cuadro No. 16, es lo referente al comportamiento de la creación interna de dinero (G) y las reservas internacionales (F) -que componen la base monetaria-

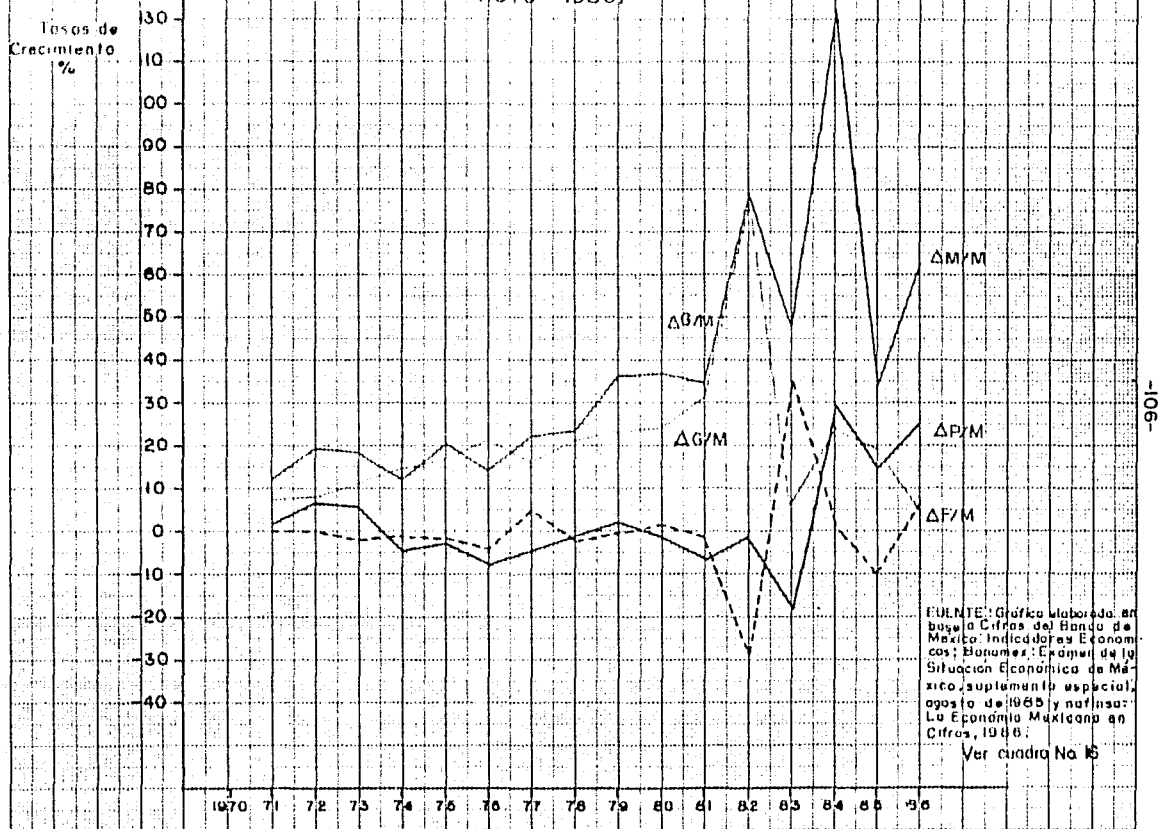
su comportamiento oscila prácticamente a partir de 1981, aun que de 1970 a 1980, mantuvo cierta estabilidad. Es claramente apreciado el agotamiento de las reservas internacionales en los años de 1976, 1982 y 1985, en contraste con las cifras de $\Delta G/M$ (creación pública de dinero por el Banco de México), esto significó el apoyo que tuvo que dar el Banco Central, mediante creación de dinero interna producto de la crisis financiera y económica que atrevió el país en esos años.

En los años en los que se refleja aumentos de reservas, éste se logró a costa de una mayor presión inflacionaria y de un creciente endeudamiento externo que afectaron las opciones de política económica, como sucede en 1977 y 1983.

La línea de la creación de dinero privada (E/M) que se refiere principalmente a crédito al sistema financiero, es el elemento de menor importancia relativa, en comparación del total de la oferta monetaria.

TASA DE CREACION DE DINERO : PUBLICA, PRIVADA Y EXTERNA
(1970 - 1986)

GRAFICA No.4



4.1.3. RIESGO CAMBIARIO

El riesgo cambiario es otra de las formas en que se manifiesta la vinculación con las tasas de interés, sobre todo cuando hay la presencia de una economía abierta, como es el caso de nuestro país frente a una frontera de 2,070 Km. con la de Estados Unidos.

El proceso inducido de apertura comercial y financiera, condiciona al país a una mayor vinculación con los mercados financieros externos, donde prevalecen tasas de interés altas e inestables.

En una situación de equilibrio, la tasa de interés interna deberá ser igual a la nominal mundial más la tasa esperada de devaluación, ya que el arbitraje hace que la oferta sea perfectamente elástica, en el mediano plazo. De esta forma es posible definir que la tasa de interés doméstica debe cubrir el rendimiento de los depósitos en pesos a futuro, las fluctuaciones de las tasas de interés externas y las expectativas de posibles devaluaciones, la cual estaría expresada por las siguientes condiciones:

-Condición de paridad-

$$\pi = P - P^*$$

π = devaluación efectiva

P = inflación interna

P* = inflación del resto del mundo, medida por la inflación en Estados Unidos (precios al consumidor).

- Condición de paridad en la tasa de interés -

$i_D = i_i + \pi$ en donde: i_D = tasa de interés para los depósitos en pesos.

i_i = tasa de interés internacional (igual a la tasa de interés que se paga a los depósitos en moneda extranjera).

π = tasa esperada de depreciación - del peso frente al dólar.

Si $i_D > (i_i + \pi)$ la estructura de depósitos cambiará hacia - los depósitos en moneda nacional.

Si $i_D < (i_i + \pi)$ la estructura de depósitos tenderá a cambiar hacia moneda extranjera.

Si $i_D = (i_i + \pi)$ la estructura de depósitos tenderá a permanecer constante.

La tasa de interés es fundamentalmente un elemento de congruencia en la política fiscal, las variaciones de la tasa de interés interna son explicadas en primera instancia por las expectativas de inflación, en segunda instancia por la tasa de interés en los mercados externos y finalmente por el efecto de liquidez 45/. El rezago de la tasa nominal de interés ante las expectativas de inflación ocasiona un nivel de -

45/ José Félix Solís, "Apertura financiera y tasa de interés: el caso de México", Revista trimestral Monetaria, Vol. V No.1 enero-marzo/1982, CEMLA, págs. 1 - 15.

Consultese también, Alejandro Vázquez Enríquez, "La Política Monetaria: 1973-1981", Revista anual Economía Mexicana, No. 4, pp. 25 - 45, CIDE, 1982.

liquidez * que no es demandado en la economía, generando el problema de la dolarización o sustitución de monedas, es decir, el riesgo cambiario, esto a su vez afecta la prima a futuro dólar/peso, induciendo una mayor variación de la tasa de interés. En esta perspectiva, la tasa de salarios por vía de la indización se ajusta también al nivel más elevado de precios, y en el largo plazo, hay una adecuación entre precios, tipo de cambio, tasa de salarios y tasa de interés para economías abiertas.

La política cambiaria se convierte en un complemento de la política monetaria, cuyo objetivo es preservar el equilibrio del mercado monetario hacia el cual se ajustan los precios, mantiene la paridad en el costo de los recursos internos y externos y equilibra la cuenta de capital.

Así en el caso de nuestra economía, la política de tasas de interés durante los años de 1978 a 1982 -como ya se comentó- estuvo determinada por consideraciones de las fluctuaciones de las tasas de interés prevaletientes en el extranjero y sobre las expectativas del tipo de cambio, reflejadas éstas en los precios a futuro del peso, prevaletientes en los mercados internacionales. Asimismo las expectativas de devaluación, es trechamente vinculadas al problema inflacionario, más otros factores de riesgo, han incidido de una manera notable en una constante dolarización, generando costos crecientes, medidos por la evolución del nivel y composición del déficit en cuenta corriente, y sobre el grado de estabilidad de la demanda,

*/ El problema inflacionario responde a las presiones del gasto (creando un exceso de liquidez), es el nivel de absorción lo que está determinando, en el corto plazo, el riesgo cambiario. Esto, a su vez, determina, en el largo plazo, un impulso hacia arriba más vigoroso de las expectativas de inflación y un nivel más alto de tasas de interés nominales internas. A esto hay que agregar un empuje adicional al elevarse la tasa de interés en los mercados internacionales.

dada la sustitución de activos internos y externos.

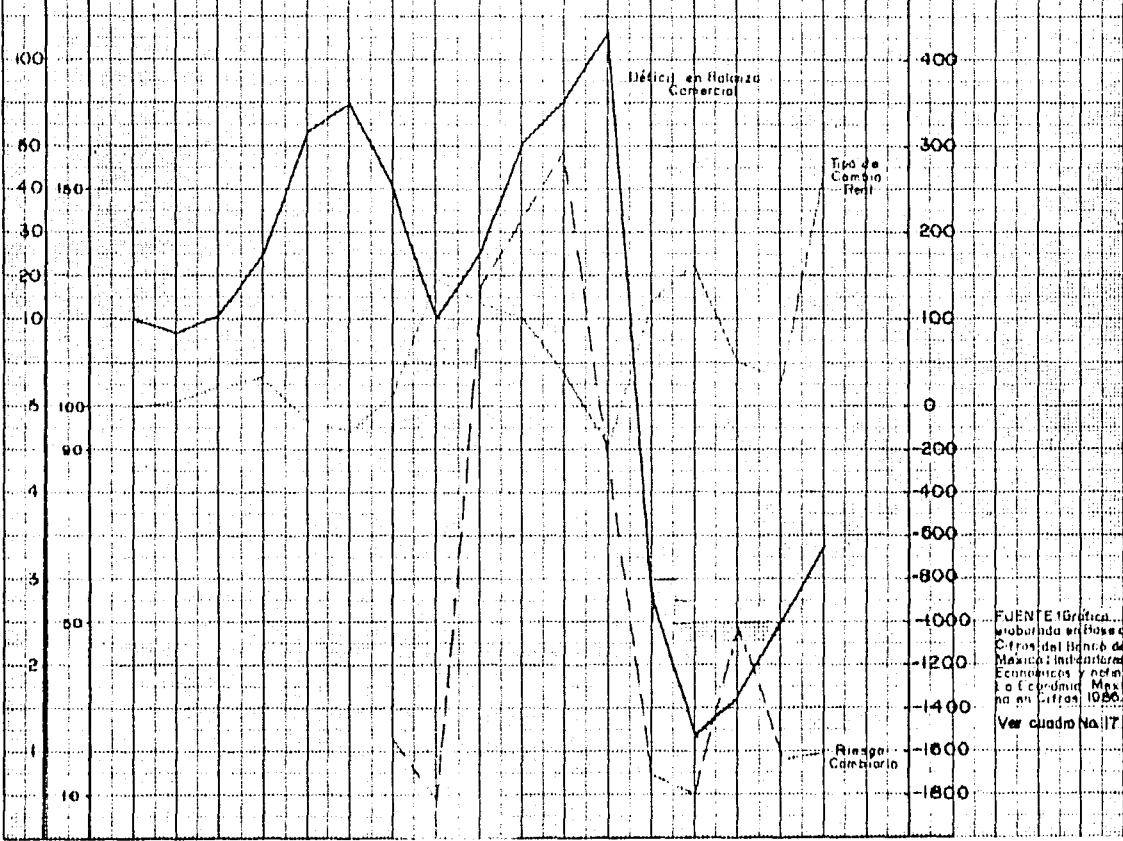
La gráfica No. 5 y el cuadro No. 17, vinculan tres factores determinantes en el sector externo de nuestro país -tipo de cambio real, riesgo cambiario y balanza comercial 1970-1986-. El riesgo cambiario de 1970 a 1975 se enmarca en una relativa estabilidad, tanto de precios como de tipo de cambio. Las variaciones del tipo de cambio equivalentes al riesgo cambiario están determinadas, por las diferenciales de tasas de inflación, reflejando un tipo de cambio real.

Para el riesgo cambiario se consideró la tasa de inflación entre la tasa de devaluación. Por tasa de devaluación, se obtuvo la tasa de crecimiento anual del tipo de cambio libre promedio del período. El tipo de cambio real determina el tipo de cambio nominal ponderado por la relación de precios de los bienes comerciales internacionalmente, es decir, el índice del tipo de cambio real del peso mexicano.

Así el riesgo cambiario llega a una evidente devaluación en 1976, para posteriormente entre 1977 y 1981, sostenerse foradamente. Durante 1982 a 1986 acentúa con toda claridad las -- constantes fluctuaciones. En tanto la composición del pago de intereses de la deuda externa y de la deuda interna, han -- contribuido a esta situación.

En la gráfica No. 5, se observa, que casi permanentemente, a partir de 1977, baja el tipo de cambio real en correspondencia con un deterioro de la balanza comercial y un explicativo endeudamiento externo durante los siguientes años.

T.C.R. TIPO DE CAMBIO REAL, RIESGO CAMBIARIO Y BALANZA COMERCIAL (1970-1986) GRAFICA No 5 D.R.C.



FUENTE: Gráfica elaborada en Base de Datos del Banco de México; Instituto Económico y Estadístico de la Economía Mexicana en Cifras 1986. Ver cuadro No. 17

4.2. EL CRITERIO FONDOMONETARISTA EN LA POLITICA DE LAS TASAS DE INTERES.

El criterio de mantener tipos de interés elevados, corresponden a un concepto fondomonetarista. El pensamiento del Fondo Monetario Internacional (FMI) denomina "represión de los tipos de interés" a la política de mantener los tipos de interés muy por debajo de los tipos que agotan el mercado, y "reforma de los tipos de interés", a la política que permite que los tipos de interés se aproximen en mayor medida a los tipos que agotan el mercado 46/.

El FMI., no está de acuerdo con mantener una represión de los tipos de interés, argumentando que los bajos tipos de interés tienden a desalentar el ahorro financiero y, por lo tanto, a reducir los fondos disponibles para préstamos, con lo cual la inversión deseada es superior a la inversión efectuada. Los estudios del FMI., subrayan que un aumento de los tipos de interés puede, por consiguiente, conducir a un mayor nivel de inversión real, aun cuando se reduzca en cierta medida la inversión deseada. Además, la inversión deseada podría aumentar al mejorar las tasas de rendimiento previstas debido al atractivo del medio económico general, el cual se ve perjudicado por las salidas de capital, la escasez de divisas y el bajo rendimiento previsto de los proyectos de inversión.

Para el Fondo Monetario Internacional, mantener tasas de inte

46/ "Política de tipos de interés y sus efectos en países en desarrollo", El Mercado de Valores, boletín semanal, Año - XLIII, No. 48, pág. 1229-1232, noviembre 28 de 1983.

rés bajas es erróneo, ya que se basa implícitamente en el supuesto de que se obtendrán de alguna manera recursos adicionales para inversión; el supuesto consiste en que el aumento de la producción y el ingreso originado por la inversión inicial dará lugar a un crecimiento del ahorro.

Sin embargo, cuando una reglamentación excesiva impide que los tipos de interés se sitúen en un nivel de equilibrio no se producirá la expansión del crédito real necesaria para financiar el aumento de la demanda de inversión y se deberá recurrir a varios planes de racionamiento para distribuir el crédito disponible. Por consiguiente, aunque tal vez fomentan un alto nivel de inversión, los bajos tipos de interés, podrían en realidad reducir la inversión efectuada a causa de sus efectos adversos en la disponibilidad de crédito.

El FMI., como órgano institucional de financiamiento tiene un papel trascendental como agente de ajuste, "ayudando" a los países miembros a mantener una trayectoria viable de política económica, formulando a cabo programas de políticas correctivas, tendientes a estabilizar los déficit externos en cuenta corriente, esto es reducir gradualmente las crisis de endeudamiento. En la mayoría de los países con problemas financieros el FMI., les ha diseñado y formulado su política económica. Para este Organó, el ajuste requiere de un conjunto equilibrado y amplio de políticas económicas que tengan tres características principales:

- Restricción monetaria. Esto es la lucha contra la inflación y mejoramiento en el comportamiento de los precios.

- Disciplina presupuestaria. Reducción de los déficit, dado que éstos tienden a monetizarse.

- Combatir las rigideces y desequilibrios estructurales. Se trata de que los precios y salarios sean más flexibles y así la lucha contra la inflación resulte menos costosa; eliminar los planes rígidos de indización; disminuir las subvenciones y la protección a la industria; reducir la reglamentación - cuando ésta sea excesiva; aumentar la movilidad de la mano de obra y la flexibilidad de los mercados de trabajo.

Al estudiar las causas del deterioro de la balanza de pagos en el caso de México, el Fondo Monetario Internacional, identifica un factor fundamental en el déficit de la misma y que constituye el principal determinante, esto es las presiones de la demanda interna. En la concepción del FMI., el manejo de la demanda en México se reduce esencialmente a la interacción de tres instrumentos de política:

- . la estructura de las tasas de interés
- . los requerimientos de encaje legal, y
- . la política fiscal.

En el primer caso porque se maximiza el flujo de los fondos privados al sistema financiero doméstico y el segundo canaliza al sector público la parte que requiere para su financiamiento. De ahí que los convenios que se han celebrado con el FMI., han sido anunciados bajo la aplicación de férreas disciplinas bajo programas de ajuste en los campos fiscal, monetario y económico. con el propósito de alcanzar las correcciones en los desequilibrios económicos 47/.

En cuanto a la política monetaria, las medidas han estado re-

47/ Villarreal René, "La Contrarrevolución Monetarista", Capítulo 13, pág. 409, Ed. Océano, México 1984.

feridas a la política de contracción del circulante.

El FMI., en general define que el proceso de desestabilización comienza cuando un país financia un aumento del déficit fiscal mediante una expansión monetaria. El consiguiente exceso de demanda agregada intensifica las presiones inflacionarias y, si las autoridades fijan los tipos de interés nominal, se produce una disminución de los tipos de interés reales. La demanda de activos financieros internos disminuye, aumenta el deseo de invertir y la diferencia entre la demanda y la oferta en el mercado de bienes conduce a una mayor aceleración de la inflación a un estado de represión más aguda de los tipos de interés.

Al mismo tiempo, al disminuir la demanda de activos financieros internos aumenta la demanda de activos exteriores, lo cual provoca la salida de capital. Al disminuir la competitividad del sector externo a causa del aumento de los precios, la balanza de pagos en cuenta corriente pasa a acusar grandes déficit. En tal clima económico, se hace inevitable la adopción de políticas de estabilización y liberalización.

El impacto de los tipos de interés en los programas de estabilización variará según la situación económica del país y el contenido de los propios programas, pero en el criterio del FMI., se reseñan los posibles beneficios de una política adecuada de tasa de interés. Básicamente, todo proceso eficaz de estabilización incluirá un ajuste al alza de tipos de interés que proporcione (teniendo en cuenta la inflación) una compensación adecuada a los ahorristas. Al incrementar la demanda de activos financieros internos, ese ajuste reducirá la velocidad de la circulación y la tasa de crecimiento de la demanda nominal, debilitando de esta manera las presiones inflacionistas dentro de la economía.

APENDICE ESTADISTICO

INFLACION Y TASA DE INTERES NOMINAL EN EL MEXICO Y ESTADOS UNIDOS 1970-1986

EN DOLARES ANOS

AÑOS	1/ INDICES DE INFLACION EFECTIVA		TASA DE INTERES EFECTIVA NOMINAL		TASA DE INTERES A TIPO FIJO REAL	
	MEXICO	ESTADOS UNIDOS	MEXICO	ESTADOS UNIDOS	MEXICO	ESTADOS UNIDOS
1970	4.8	5.8	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -
1971	5.2	4.3	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -
1972	5.5	3.5	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -
1973	21.3	6.1	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -
1974	20.7	11.0	11.00	- 0 -	-0.04	- 0 -
1975	11.2	9.2	11.00	- 0 -	-0.18	- 0 -
1976	27.2	5.8	10.00	- 0 -	-13.50	- 0 -
1977	20.7	6.5	11.00	6.49	-0.04	- 0 -
1978	16.2	7.6	12.00	10.33	-3.61	2.44
1979	20.0	11.2	16.75	13.07	-2.70	1.68
1980	29.8	13.5	26.15	18.08	-2.81	4.03
1981	28.7	10.4	31.82	11.93	2.42	1.39
1982	98.8	6.1	52.54	0.52	-23.27	2.28
1983	80.8	3.2	51.70	9.42	-14.44	6.03
1984	59.2	4.3	44.90	8.24	-8.98	3.77
1985	63.7	3.5	70.41	7.51	-4.10	3.90
1986	109.7	2.0	95.75	5.35	-5.08	3.28

1/ Índice de precio al consumidor, variación a diciembre.

2/ Tasas netas de impuesto vigentes a fin de año para depósitos en moneda nacional; cuando los intereses devengados no se incorporan al ingreso personal.

3/ Tasa prima para depósitos de más de 100,000 dólares.

4/ Tasa real de interés bajo el supuesto de reinversión, que incorpora los niveles de inflación. El rendimiento real (r) resulta de la expresión $r = \frac{1+i}{1+p} - 1 = \frac{1+i-p}{1+p}$. Donde (i) es el rendimiento nominal y (p) es la tasa de inflación.Ejemplo, México $r_{1986} = \frac{95.75 - 1.027}{1 + 1.057} = \frac{0.1945}{2.057} = 5.10\%$

FUENTE: Elaboración propia en Base a Fuente de México: Indicadores Económicos, Boletín de Indicadores Económicos Internacionales; Balanza de Comercio Mexicana en cifras 1984 y 1986.

ESTRUCTURA POR GRADO DE LIQUIDEZ DE LOS PASIVOS BANCARIOS EN MONEDA NACIONAL

(PORCENTAJES DEL TOTAL)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Monetarios	29,0	27,2	28,0	30,7	32,1	31,4	32,1	35,1	34,6	34,7	33,0	30,0	24,3	20,6	20,9	20,5	17,5
No Monetarios	66,0	67,5	67,1	64,0	61,4	65,4	59,4	61,9	62,8	62,9	65,0	67,7	74,4	78,4	78,0	78,0	81,2
Líquidos	33,6	34,7	34,2	33,6	28,5	27,9	21,6	35,2	31,3	33,2	34,0	34,2	18,8	17,9	5,7	4,0	4,0
No Líquidos	32,4	32,8	32,9	30,4	34,9	37,5	57,8	26,7	31,5	29,7	30,2	33,5	55,6	60,5	72,1	73,2	77,2
Capital	4,9	5,3	4,8	5,3	4,5	3,1	3,2	3,0	2,6	2,4	2,0	2,3	1,2	1,0	1,0	1,4	1,3

NOTAS:

Monetarios - Billetes en Circulación + Moneda Metálica + Cuenta de Cheques en M.N.

No Monetarios - Instrumentos de Ahorro.

Líquidos - Depósitos de ahorro, Depósitos retirables en días preestablecidos, Depósitos a plazo fijo de 1 mes, Certificados de Depósito Bancario a plazo de 1 mes, Bonos financieros, Bonos Hipotecarios ordinarios, títulos financieros de Rafinas, Bonos del Patronato del Ahorro Nacional, otros.

No Líquidos - Depósitos de ahorro a plazo fijo de 30 días en adelante: 3, 6, 12, 18 y 24 meses.

FUENTE: Período 1970-1981, J.L.P. Informe de Gobierno (Varios años), serie tomada de Clemente Ruiz Durán, 90 días de Política Monetaria y Crediticia Independiente, Pág. 32, 1984.

✓ Incluye obligaciones diversas, a partir de 1982.

TASAS DE INTERÉS SOBRE INSTRUMENTOS DE AHORRO BANCARIOS A PLAZO FIJO EN MONEDA NACIONAL 1977-1986

(PROMEDIO DE LAS COTIZACIONES DIARIAS VIGENTES PARA CADA MES EXPRESADAS EN PORCENTAJE)

AÑOS	D E P O S I T O S A P L A Z O F I J O						
	DE 30	DE 90	DE 180	DE 170	DE 360	DE 540	DE 720
	A	A	A	A	A	A	A
	85 DIAS	175 DIAS	265 DIAS	355 DIAS	535 DIAS	715 DIAS	725 DIAS
1977	8.00	11.00	11.00	- o -	15.00	15.50	16.00
1978	11.00	12.00	13.00	- o -	15.00	15.50	16.00
1979	16.17	16.75	16.78	- o -	16.00	16.50	17.00
1980	25.20	26.15	26.45	- o -	26.95	27.35	27.85
1981	25.28	31.82	33.42	- o -	34.29	34.29	34.44
1982	49.90	52.54	52.14	- o -	49.84	50.00	50.00
1983	54.70	54.70	54.02	53.66	48.71	48.71	48.71
1984	45.60	44.90	44.40	42.10	39.60	39.60	39.60
1985	65.29	70.41	70.26	43.25	40.10	40.10	40.10
1986	90.20	95.25	95.65	43.25	40.10	40.10	40.10

NOTA: Promedio mensual de tasas, pagaderas a personas físicas, revisadas y autorizadas por el Banco de México, en forma semanal.

Se consignan tasas netas, que resultan de deducir a las tasas brutas el impuesto sobre la renta (21% del 12% que es la sujeta a impuesto).

FUENTES: Bafinsa "La Economía Mexicana en cifras 1986" y Banco de México "Indicadores del Sector Financiero Abril - 1987".

TASAS DE INTERÉS EN EL MERCADO DE ESTADOS UNIDOS Y LONDRES 1/ 1977-1986

(Promedio de cotizaciones diarias vigentes a diciembre expresadas en por ciento anual)

AÑOS	A T M E S		A J U S E S	
	ESTADOS UNIDOS MAS DE 100,000 DOLARES	LONDRES (EURODOLARES)	ESTADOS UNIDOS MAS DE 100,000 DOLARES	LONDRES (EURODOLARES)
1977	6.34	6.89	6.49	7.10
1978	9.65	10.56	10.23	11.55
1979	12.58	12.71	13.07	14.53
1980	16.24	16.57	18.38	19.36
1981	11.77	12.84	11.93	13.37
1982	8.46	9.28	8.52	9.43
1983	9.41	10.03	9.47	10.09
1984	8.16	8.65	8.24	8.90
1985	7.56	8.17	7.54	8.01
1986	- 0 -	- 0 -	5.35	6.06

1/ A partir del 19 de abril de 1982, la tasa promedio de cotización diaria del Eurodólar se determina con las siguientes tasas de interés para depósitos a plazo fijo de 36 a 60 días para un mes y de 90 a 179 días para 3 meses.

FUENTE: Bafinsa; La Economía Mexicana en cifras 1986 y Banco de México; Boletín de Indicadores Económicos Internacionales 1986 y 1987.

PARTICIPACIÓN DE LOS TRABAJADORES, EMPLEADOS Y DEPENDIENTES DEL SECTOR PÚBLICO EN EL PIB 1970-1986

(En % del PIB total)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
<u>ABASTECIMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO</u> PIB	19.5	19.2	19.7	21.6	23.6	26.3	29.1	26.0	27.4	28.6	31.3	27.7	30.7	34.3	33.0	32.6	30.8
<u>EMPLEADOS DEL SECTOR PÚBLICO</u> PIB	21.1	21.4	23.5	26.2	27.9	33.3	32.0	31.5	32.8	34.8	39.3	42.2	48.7	44.3	41.7	42.6	47.1
<u>DEPENDIENTES DEL SECTOR PÚBLICO</u> PIB	1.8	2.2	3.5	5.5	5.0	7.5	7.7	5.1	5.3	5.4	6.5	14.5	17.9	9.0	8.7	10.0	16.3

FUENTE: Elaborado en base a cifras de Hartusa, La Economía Mexicana en Cifras 1984 y 1986 e Indicadores Económicos 1984 y 1987, Banco de México.

TIPO DE CAMBIO PESO - DOLAR 1970-1986

A Ñ O S	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
1 Tipo de cambio litro ^{1/} (Fin del periodo)	12,5	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	19,95	27,74	27,77	22,80	23,2	26,2	148,5	161,3	210,0	447,5	915,0
2 Tipo de cambio litro (Promedio del periodo)	12,5	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	15,44	22,58	22,77	22,61	22,95	24,5	57,1	150,2	185,2	310,28	637,87
3 Tipo de cambio contra lado ^{2/} (Fin del periodo)	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	23,2	26,2	96,4	143,9	192,5	371,50	923,00
4 Tipo de cambio contra lado (Promedio del periodo)	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	22,9	24,5	57,4	120,1	167,8	265,44	633,99

1/ Del 6 al 31 de agosto de 1982, se denomina tipo "general", del 1o. de septiembre al 19 de diciembre del mismo año, hay un tipo de cambio "ordinario", y a partir del día 20 de ese mismo mes son nuevamente tipos de mercado.

2/ Del 1o. de septiembre hasta el 19 de diciembre de 1982 hay un sistema dual: tipo de cambio "preferencial" y control generalizado de cambios, y a partir del día 20 del mismo mes, se refieren al tipo "controlado"

FUENTE: Banamex: Examen de la Situación Económica de México, suplemento especial, Agosto de 1986. Banco de México: Indicadores Económicos de México 1987.

INDICADORES DE LA BALANZA DE PAGOS 1970-1996

(En US\$ mil millones)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
<u>DEUDA DE CUBIERTA CORRIENTE</u> <u>EN LA BALANZA DE PAGOS</u> PIB	2.7	1.85	1.68	2.17	3.55	4.78	4.46	3.99	2.97	3.15	3.7	5.22	7.69	+5.21	+1.09	+1.21	1.5
<u>SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA</u> <u>EXCEPTO PAGOS DE BIENES Y --</u> <u>SERVICIOS 1/</u>	27.0	23.3	22.5	26.3	19.1	27.6	32.8	45.6	52.7	62.0	30.6	33.9	47.2	42.2	40.7	39.5	40.2
<u>INDICADOR</u> <u>SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA</u>	29.9	31.9	30.5	29.4	48.6	49.9	52.2	40.1	32.1	28.4	51.5	52.8	61.4	61.5	87.3	83.5	85.4
<u>DEUDA DE CAPITALIS 2/</u> PIB	- 0 -	- 0 -	- 0 -	1.6	1.5	1.2	3.6	1.2	0.6	0.8	1.6	3.4	1.5	4.4	2.0	3.4	2.6

1/ Servicio de la Deuda Externa = a Amortizaciones + Intereses.

2/ Flujo de capitales = a Errores y Omisiones + Activos Netos.

PIB = Productos Corrientes.

FUENTE: Elaborado en base a cifras de Banco de México, Serie Estadísticas de Balanza de Pagos, Indicadores Económicos, Varios años.

DISCREPANCIAS ENTRE LA INFLACION PREVISTA Y REGISTRADA DURANTE 1983-1986

AÑOS	METAS %	REAL %	DISCREPANCIA (PUNTOS)
1983	30.0	80.8	50.8
1984	40.0	59.2	19.2
1985	35.0	63.7	28.7
1986	45.0 - 50.0	105.7	60.7 - 55.7

F U E N T E : El PAC: Sus retos y obstáculos. Revista Comercio Exterior, Pág. 185 marzo de 1987.

ESTRUCTURA DEL FINANCIAMIENTO OTORGADO POR EL SISTEMA BANCARIO, POR SECTOR DE DESTINO

1970-1986

(EN PORCENTAJES)

	1970	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
SECTOR PUBLICO	24.2	63.5	58.6	57.5	55.7	60.0	76.7	78.3	73.0	75.9	77.0
SECTOR PRIVADO	75.8	36.5	41.4	42.8	44.3	40.0	23.3	21.7	27.0	24.1	23.0
T O T A L	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

F U E N T E : Elaborado con cifras de Balinas. La Economía Mexicana en cifras 1986 y Banco de México.

Indicadores Económicos, julio de 1987.

ESTRUCTURA DEL CRÉDITO POR LA BANCA COMERCIAL A ORGANISMOS Y EMPRESAS Y A PARTICULARES, SEGUN SU ACTIVIDAD PRINCIPAL 1970-1986 1/

(MILLONES DE PESOS DE 1970)

C O N C E P T O	ESTRUCTURA POR CIENTO REAL							TASAS DE CRECIMIENTO PROMEDIO ANUAL			
	1970	1976	1978	1981	1984	1985	1986	1970	1978	1981	1985
	1976	1981	1984	1985	1986	1986	1976	1981	1984	1986	
Crédito Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	2.2	16.6	-7.4	-46.1
Actividades Primarias	10.5	9.3	10.9	11.8	11.8	9.8	7.5	0.0	19.9	-7.7	-30.6
Actividades Industriales	43.2	44.9	41.1	51.3	55.7	36.8	40.7	2.9	8.7	-5.2	4.7
Vivienda de Interés Social	4.6	4.0	3.7	2.6	6.5	8.7	8.3	0.0	4.5	25.0	-4.8
Servicios y Otras Actividades	17.3	17.7	17.1	21.3	22.8	24.8	27.1	2.6	25.6	-5.2	8.5
Comercio	24.4	24.1	27.2	30.9	23.2	17.9	16.4	2.1	21.7	-15.8	-9.1

1/ Saldos a fin de año.

FUENTE: Elaborado en base a cifras de Banco de México: Indicadores de Moneda y Banca e Indicadores Económicos, Varlos Números.

CURVA DE PRECIBIO DE LOS PRECIBOS A PLAZO 1975-1986

(En Porcentaje Anual)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Enero	11.48	11.57	11.69	14.53	16.05	17.93	25.36	32.54	56.29	55.95	17.17	68.55
Febrero	11.44	11.53	11.76	14.17	15.35	18.36	25.98	33.43	54.24	55.16	47.33	70.30
Marzo	11.48	11.54	11.78	16.67	15.57	18.26	26.59	33.67	56.16	53.11	49.46	71.79
Abril	11.53	11.54	11.79	14.87	15.39	18.95	26.91	34.19	57.21	51.10	51.93	73.48
Mayo	11.53	11.52	11.76	15.02	16.64	20.54	27.22	36.36	58.14	50.12	53.76	75.02
Junio	11.54	11.50	12.29	15.16	16.05	20.70	27.68	36.59	58.63	50.38	54.92	76.97
Julio	11.57	11.47	12.84	15.26	16.87	20.67	28.12	43.23	58.73	50.69	57.00	81.36
Agosto	11.58	11.45	13.26	15.29	16.88	20.97	28.53	46.12	58.23	50.93	59.06	84.40
Septiembre	11.59	11.58	13.51	15.43	16.84	21.57	33.45	47.08	57.78	59.60	60.98	87.72
Octubre	11.60	11.71	13.76	15.49	16.85	21.41	31.27	45.99	57.14	49.34	62.29	91.48
Noviembre	11.63	11.82	13.90	15.65	17.41	21.97	31.77	45.51	56.82	48.31	63.39	94.19
Diciembre	11.65	11.85	14.12	15.93	17.58	21.99	31.81	46.12	56.44	47.54	65.66	95.33
Promedio	11.54	11.59	12.72	15.11	16.57	20.77	28.76	40.10	56.65	51.10	56.07	80.88

TASAS DE INTERÉS SOBRE DEPÓSITOS DE AHORO DE BANCARIAS 1980-1986

(Promedio de cotizaciones diarias vigentes para cada mes expresadas por ciento anual)

FINAL DE PERÍODO	C E T E S					PAPEL COMERCIAL	ACEPTACIONES BANCARIAS
	M E		D E		6		
	1	3	3	5			
1980	- 0 -		27.77		- 0 -	29.09	- 0 -
1981	- 0 -		33.22		- 0 -	31.83	34.60
1982	47.45		57.44		- 0 -	56.70	51.29
1983	52.40		53.77		- 0 -	57.78	54.21
1984	47.66		49.18		49.34	49.22	49.18
1985	76.18		73.13		73.17	74.69	73.03
1986	99.21		107.55		- 0 -	102.34	98.96

NOTA: Cotizaciones en base a su mercado secundario.

1/ 2/c Tasas no cotizadas

FUENTE: Banco de México, Indicadores Económicos

C A S T I G O A L O S S A L A R I O S 1 9 8 2 - 1 9 8 6

	1982	1983	1984	1985	1986
PAGO DE SALARIOS COMO PROPORCION DEL PIB %	35.8	28.8	26.7	25.8	24.6
CAIDA DEL PODER ADQUI SITIVO RESPECTO A SU NIVEL DE UN AÑO ANTE RIOR	-12.8	-20.2	-1.5	-5.9	-8.5

F U E N T E : Banco de México, Informes Anuales.

COLOCACION DE LA DEUDA INTERNA DEL GOBIERNO FEDERAL A TRAVES DE VALORES 1977-1986

(EN PORCENTAJES)

CIFRAS A FIN DE PERIODO	1977	1978	1979	1980	1981	1983	1983	1984	1985	1986
CETES	- 0 -	1.0	5.2	8.8	10.2	14.0	17.8	15.7	39.8	81.4
PETROBOROS	1.0	1.0	1.9	3.2	1.2	1.0	1.0	1.5	3.6	4.2
BONOS DE LA DEUDA PUBLICA BANCO DE MEXICO	99.0	99.0	92.9	89.0	88.6	86.0	78.2	80.0	54.1	12.1
BONOS DE INDEMNIZACION BANCARIA	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	3.0	2.8	2.5	1.3
PAGAPES	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -	1.0
	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

F U E N T E : Cuadro elaborado en base a cifras de Banco de Mexico, Indicadores Económicos Junio de 1987.

EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO E INTERNO DEL GOBIERNO MEXICANO (1970-1984)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
<u>DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PÚBLICO 1/</u> (MILLONES DE DÓLARES)	4,267.0	4,340.8	5,074.6	7,070.4	9,775.0	14,449.0	19,603.2	23,910.1	26,304.3	28,757.2	31,912.8	32,360.6	58,874.2	62,556.2	69,377.1
- Largo Plazo	3,259.2	3,054.4	4,321.2	5,731.8	7,983.8	11,012.0	15,923.4	20,186.3	20,337.7	23,315.0	32,332.0	42,307.0	49,548.7	52,778.7	68,394.4
- Corto Plazo	1,007.8	1,286.4	753.4	1,338.6	1,791.2	3,437.0	3,679.8	3,723.8	6,000.0	5,442.2	1,490.8	10,053.6	9,325.5	9,777.5	1,082.7
<u>INTERESES POR FINANCIAMIENTO 2/</u> (MILLONES DE DÓLARES)	229.2	236.8	261.8	378.0	488.1	653.9	1,256.0	1,542.3	2,023.1	2,894.4	3,157.6	5,476.0	6,400.4	6,978.6	8,224.4
<u>SALDO DE LA DEUDA INTERNA DEL SECTOR PÚBLICO 3/</u> (MILLONES DE PESOS)	45.7	55.1	11.9	23.4	58.8	106.1	182.7	290.9	369.3	449.9	563.9	1,041.7	1,757.7	3,718.4	5,600.4
<u>INTERESES DE LA DEUDA INTERNA 4/</u> (M.L.P.)	-	-	-	-	-	-	-	20.4	22.0	22.0	40.1	101.6	363.7	1,388.0	1,673.0

NOTAS: n.d. No Disponible.
 r.d. Reestructuración de deuda a largo plazo
 (*) Incluye 1982
 (**) Período 1977-1986

FUENTES:
 1/ Período 1970-1979, Banamex, México en Cifras, publicaciones especiales 1980 y 1985. De 1979 a 1986, Miguel de la Madrid Hurtado, V Informe de Gobierno, anexo de Política Económica.
 2/ Período 1970-1984, Banamex, México en Cifras, estadísticas y Banco de México, Balanza de Pagos, Series Históricas 1970-1986.
 3/ Período 1970-1976, Instituto Nal. de Estadística y Geografía e Instituto, Estadísticas Históricas de México, Tomo II, 1989. De 1977 a 1986, Miguel de la Madrid Hurtado, V. II
 4/ Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Dirección General de Crédito (Deuda Pública).

RENTO EXTERNO E INTERNO DEL GOBIERNO MEXICANO 1975-1986

1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	NÚMERO DE VECES QUE SE HA INCREMENTADO LA RENTA DEL P.I.B. P. C. O.			
												1975-76	1976-81	1982-86	1975-86
449.0	19,600.2	22,910.1	36,264.7	39,757.2	33,212.6	52,360.6	58,374.2	62,556.0	69,377.9	72,061.1	75,150.3	4.6	2.3	1.3	17.2
511.0	15,723.4	20,185.3	28,927.7	29,715.2	32,311.0	42,137.0	49,598.7	52,778.7	68,394.4	70,026.0	75,856.4	4.5	2.1	1.5	21.7
854.4	3,675.8	2,720.8	1,430.6	1,442.2	1,490.2	10,791.6	9,310.5	9,777.0	10.5	454.1	1,394.0	3.7	3.5	n.d.	n.d.
810.9	1,266.0	1,542.3	2,523.1	2,594.4	1,757.0	9,470.0	8,400.4	8,276.6	8,224.4	7,201.0	6,110.8	1.5	5.4 (*)	n.d.	n.d.
110.1	152.7	290.0	167.9	449.9	661.7	1,031.0	2,757.7	1,716.4	3,600.0	10,001.3	21,755.1	2.3	2.0	3.6	315.5
n.d.	n.d.	20.4	22.6	22.6	49.0	101.8	363.7	1,198.0	1,631.4	3,325.0	9,477.0	n.d.	2.0	21.0	464.0 (**)

De 1979 a 1986, Miguel de la Madrid Hurtado, V Informe de Gobierno, Anexo de Política Económica.

e Pagos, Series Históricas 1975-1986.

Estadísticas Históricas de México, Tomo II, 1985. De 1977 a 1986, Miguel de la Madrid Hurtado, V. Informe de Gobierno, ob. cit. col.

CREACION DE DINERO: PRIVADA, PUBLICA Y EXTERNA

AÑO	(MILES DE MILLONES DE PESOS)					G R A F I O A			
	(1)	(2)	(P=1-2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
	OPERTA MONETARIA	BASE MONETARIA	CREACION PRIVADA	CREACION INTERNA	RESERVAS INTERNA- CIONALES F	M/M	P/M	O/M	P/M
	M ₃		P	G	F	(PORCENTAJES)			
1970	104.8	57.1	47.7	55.82	1.28	- 0 -	- 0 -	- 0 -	- 0 -
1971	118.4	68.3	50.1	65.80	2.50	13.0	2.0	8.4	1.0
1972	142.1	81.8	60.3	79.49	3.31	20.0	7.2	8.9	0.6
1973	169.3	99.4	69.9	97.87	1.53	19.1	5.7	11.5	- 1.1
1974	190.6	127.6	63.0	127.14	0.46	12.6	- 3.6	15.4	- 0.6
1975	230.0	170.7	59.3	168.64	2.06	20.7	- 1.6	18.0	- 1.6
1976	263.9	221.4	42.5	227.80	- 6.40	14.7	- 6.7	22.4	- 3.2
1977	323.2	293.3	29.9	281.84	11.46	22.5	- 3.9	16.7	- 3.9
1978	401.8	377.0	24.8	371.94	5.06	24.3	- 1.3	22.4	- 1.3
1979	549.1	509.2	39.9	502.61	6.59	36.7	- 2.8	23.8	0.3
1980	752.7	718.1	34.6	691.33	26.77	37.1	- 0.7	25.1	- 2.7
1981	1,012.2	1,041.9	-29.7	1,015.35	26.55	34.5	- 6.4	32.0	- 0.2
1982	1,800.4	1,983.4	-18.3	2,456.33	-472.93	77.9	0.6	80.0	-27.7
1983	2,670.4	3,136.0	-465.6	2,635.67	500.33	48.3	-16.8	36.7	36.4
1984	6,213.8	4,834.1	1,379.7	4,162.01	672.09	132.7	29.7	24.6	2.8
1985	8,298.9	5,679.2	2,619.7	5,783.40	-104.20	33.6	14.9	19.5	- 9.4
1986	13,497.5	7,362.2	6,135.3	6,460.92	901.28	62.6	26.0	5.0	7.5

NOTAS:

M₃ = monedas y billetes en poder del público + depósitos en cuentas de cheques en M.N. y M.E + depósitos líquidos. Ejemplo: M₃ 1970 = (118.4 ÷ 104.80) - 1 x 100 = 13

B = C.I. + R.I. : se considera la base monetaria igual a la creación interna de dinero + las reservas internacionales.

C.I. = G : igual a la creación pública de dinero a través de Banco de México. $\frac{65.80 - 55.82}{118.4} = 8.4$

R.I. = F : igual a la creación externa de dinero

P = M - B : creación privada de dinero a través de instrumentos bancarios y no bancarios.

M/M = creación total de dinero, P/M = participación de la creación interna de dinero en la oferta monetaria agregada en términos de su variación en valores absolutos, O/M = creación pública de dinero (Banco de México), V/M = creación externa de dinero. La FUENTE se anota en la Gráfica No. 4.

TIPO DE CAMBIO REAL, RIESGO CAMBIARIO Y BALANZA COMERCIAL

AÑOS	DEFICIT DE BALANZA CO MERCIAL * (Millones de Dólares)	INDICE 1970=100 B. COMERCIAL	TASA DE INFLACION (%)**	TASA DE DEVALUACION (%)	RIESGO CAMBIARIO (P/E)	TIPO DE CAMBIO REAL** 1970=100
1970	- 1,038.7	100.0	4.8	0.0	- 0 -	100.0
1971	- 889.6	85.71	5.2	0.0	- 0 -	100.8
1972	- 1,095.7	105.49	5.5	0.0	- 0 -	104.5
1973	- 1,820.7	175.29	21.3	0.0	- 0 -	106.4
1974	- 3,295.4	317.26	20.7	0.0	- 0 -	96.9
1975	- 3,637.1	350.16	11.2	0.0	- 0 -	94.3
1976	- 2,644.4	254.59	27.2	23.5	1.16	103.3
1977	- 1,054.7	101.54	20.2	46.2	0.43	129.4
1978	- 1,854.4	178.53	16.2	0.9	18.00	124.0
1979	- 3,162.0	304.42	20.0	0.2	10.0	120.5
1980	- 3,698.3	356.05	29.8	0.6	49.7	107.8
1981	- 4,510.0	434.20	28.7	6.8	4.22	90.8
1982	6,792.7	- 853.96	98.8	133.3	0.74	124.2
1983	13,762.0	-1524.93	80.8	163.0	0.50	133.3
1984	12,941.7	-1445.95	59.2	23.3	2.54	110.5
1985	8,406.0	-1009.28	63.7	67.5	0.94	106.2
1986	4,598.3	- 642.70	105.7	105.6	1.00	156.4

NOTAS:

Riesgo cambiario= $\frac{\text{Tasa de inflación}}{\text{Tasa de devaluación}}$. Tasa de devaluación= tasa de crecimiento anual del tipo de cambio libre promedio del período.

Tipo de Cambio Real= Índice del tipo de cambio real del peso mexicano.

Balanza Comercial= Índice de crecimiento 1970=100.

FUENTE:

*/ Elaborado en base a cifras de Banco de México, Series estadísticas de Balanza de Pagos, Indicador Económico, varios años.

**/ Banco de México, Indicadores Económicos.

CONCLUSIONES Y ALTERNATIVAS

La tasa de interés, es un instrumento de apoyo de control monetario que ejerce una función reguladora en el costo de los recursos crediticios del sistema financiero: del mercado de dinero y del mercado de capitales.

En nuestro país se emplea una política de tasa de interés - regulada y el marco institucional financiero que rige la tasa de interés lo constituye: la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, el Banco de México, la Comisión Nacional Bancaria y la Comisión Nacional de Valores, pero es el Banco de México, como Banco Central, quien tiene la facultad de determinar, revisar, ajustar y modificar las tasas de interés, de acuerdo a la política económica que delinee el Gobierno Mexicano.

La tasa de interés es regulada con carácter exógeno y endógeno. Primero, porque a las autoridades monetarias les es posible guiar su control y segundo, porque la tasa de interés está sujeta a las relaciones y reacciones del público y el sistema bancario, es decir se da una dependencia directa entre oferta y demanda de dinero, que queda fuera del control de la política monetaria y son las propias variables de la economía las que coadyuvan a su determinación. Por lo que se considera que la tasa de expansión del dinero, la tasa de inflación y la tasa de interés, están estrechamente relacionadas.

En la actualidad, no existe ninguna teoría ni modelo económico plenamente integrado que pueda explicar de fondo, todas

las variaciones que se han producido en nuestro país en los últimos dieciséis años y que han causado profundas deformaciones financieras, surgidas propiamente a partir de 1976. - Los criterios más recientes con respecto a los cambios en las tasas de interés responden a conceptos monetaristas -en especial de Milton Friedman- de concebir a la economía capitalista bajo la función de la demanda de dinero y la función de la oferta monetaria, que han recusado las conclusiones -teóricas y prácticas del keynesianismo. Para Keynes, un aumento en la cantidad de dinero, reduce la tasa de interés y aumenta el volumen de inversión (Eficacia Marginal de Capital). Para M. Friedman, en la demanda no hay conducta especulativa sino precautoria, con lo que la función de la demanda de dinero tiene un carácter estable, en tanto la oferta monetaria se convierte en un instrumento esencial de política económica. Milton Friedman, atribuye gran importancia a la cantidad de dinero y no propiamente a las tasas de interés. Sin embargo, tanto Keynes como Friedman, vinculan la tasa de interés con la oferta monetaria, la demanda de dinero, el ingreso y el nivel de precios en períodos cortos y largos.

En nuestro caso, la tasa de interés ha significado un instrumento monetario fundamental en la política económica y financiera de México, en donde los continuos cambios y decisiones de elevar las tasas de interés, han estado concatenadas a -circunstancias de inflación, gasto público expansionista y -contraccionista, fugas de capital e inestabilidad financiera internacional; a métodos de estabilización y reordenación económica, de aliento y crecimiento, pero sin encontrar una verdadera salida favorable a la crisis económica.

Las tasas de interés en México, han tenido valores de 11.00% vigentes a fines de 1974 en instrumentos bancarios, hasta de 105.55% -en 1986- en instrumentos de ahorro no bancarios --

(Cetes a 3 meses). Y a pocos días de imprimirse esta tesis -febrero de 1988- la tasa de interés se encontraba en 154.81% en Cetes a 91 días (tasa promedio).

La tasa de interés constituye un precio clave en la economía y es un importante indicador del costo de los fondos prestables, de ahí que en los períodos de inflación elevada, las tasas de interés tienden a no ajustarse en la misma proporción a los cambios en el nivel de precios, por lo que se reducen o se vuelven negativas en términos reales.

Por más elevada que sea la tasa de interés, ésta no estimula el ahorro, ni frena la evasión de capitales y si conduce a una espiral: inflación- tasa de interés- endeudamiento inter no- crecimiento del déficit presupuestal- riesgo cambiario- devaluación de la moneda- y desequilibrios de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que constituyen los constantes fenómenos monetarios y conllevan a los llamados "círculos viciosos".

En conclusión podemos resumir que:

La presión inflacionaria interna no permite la baja de la tasa interna de interés. Y las tasas de interés en su totalidad se han ajustado con retraso a los índices inflacionarios.

La política de tasas de interés, que ha empleado el Gobierno Mexicano, si ha incidido determinantemente sobre los costos y ha acentuado la inflación en especial los costos financieros, también ha incidido en el desempleo y en el desequilibrio externo.

Los incrementos de las tasas de interés, si constituyen un elemento psicológico de especulación.

Al incrementarse las tasas de interés, se encarece el costo del financiamiento, encarece la inversión productiva y desalienta la utilización del crédito para fines sociales, lo cual significa que el precio que se tiene que pagar por ello sea costoso para la economía del país.

La carga de la deuda externa e interna, hace que gran parte del financiamiento concedido por el sistema bancario y bursátil, se realice en forma de valores para financiar el déficit público, que es retroalimentado por los elevados intereses que la propia deuda pública interna genera.

ALTERNATIVAS

Lo que de fondo origina las altas tasas de interés es la caída del mercado nacional que se agrava por el debilitamiento constante de la posición financiera, a consecuencia de una reducción progresiva de la demanda efectiva, combinada con medidas fiscales deflacionarias y sobrevaluación de la moneda, aunado a todo esto, el agravamiento del déficit público.

Las consideraciones a corto plazo con respecto al diseño de políticas realistas de tasas de interés, serían definitivamente eliminar la inflación y diseñar políticas tendientes a estabilizar los precios, lo que contribuiría a que prevalecieran unas tasas reales positivas a un nivel lo suficientemente elevado para estimular el rápido crecimiento real del ahorro financiero interno institucional, necesario para financiar un volumen de inversión óptimamente distribuido.

Al abatirse la inflación, se abatiría el terreno especulati-

vo, se restablecería un ambiente de confianza en el sistema financiero, se reduciría con ello los costos de financiamiento, y se impulsaría la eficiencia de la inversión y sus repercusiones sobre el crecimiento económico. Esto a su vez dependería de:

- Que la política económica se oriente a solucionar la reactivación de la economía, mediante políticas bien planeadas a largo y mediano plazo, con verdaderos programas antirrecesivos que creen confianza y redefiniciones precisas de gastos e ingresos públicos.

- Del volumen del ahorro nacional global y su relación con el Producto Interno Bruto real.

- De la distribución del ingreso entre los intermediarios financieros y el resto de la economía.

- De la estrategia que sigan los países industriales, para revitalizar sus economías, reducir los tipos de interés y sentar las bases de una recuperación duradera. Estos resultados facilitarían en definitiva el necesario ajuste en los países en desarrollo y contribuirían a reducir las presiones que soportan los países con deuda externa cuantiosa. Análogamente, los países industriales también deben contribuir al ajuste mundial, manteniendo políticas comerciales abiertas y un flujo constante de ayuda financiera, especialmente con destino a los países de bajo ingreso.

- De reducir la carga del servicio de la deuda externa y del capital, que sanearía las finanzas públicas y fortalecería el mercado nacional, y por último,

- Del curso que sigan los factores y la estabilidad económica internacional.

BIBLIOGRAFIA

AGUIRRE OCTAVIO, "Manual del Inversionista Financiero", la. Ed., México 1985.

ARNAUDO ALDO A, "Economía Monetaria", Estudios del Centro de Estudios Latinoamericanos, México 1972.

BANCO DE MEXICO, "Cincuenta años de Banca Central", Ensayos conmemorativos 1925-1975, varios autores, .P.C.E., la. reimp., México 1981.

BANCO DE MEXICO: Indicadores Económicos, Indicadores del Sector Financiero, Indicadores del Sector Externo, Boletín de -- Economía Internacional, series históricas 1970-1986. Télex-- Circulares, años 1985 y 1986.

BANCO NACIONAL DE COMERCIO EXTERIOR, años 1976 a 1987 (por orden de fechas):

"Tasa de interés, precios y tipo de cambio", Comercio Exterior Vol. 27, núm. 5, mayo de 1977, pp. 551-556, México. S. Colás.

"Las decisiones del poder: notas sobre la coyuntura económica", Comercio Exterior, vol. 27, núm. 5, pp. 586-589, mayo de 1977, México. Rolando Cordera Campos.

"Sector Financiero. Reestructuración de los instrumentos de - captación bancaria". Comercio Exterior, Sección Nacional, Junio de 1977.

"Nuevas tasas de encaje legal", vol. 27, núm. 7, julio de 1977, pp. 784-785, México.

"Inflación y recesión. Un ensayo conceptual de interpretación sobre los efectos del cambio tecnológico", vol. 27, núm. 6, junio de 1977, pp. 707-711. Rodrigo Armenta de la Peña. México.

"La banca privada en México. Formación de capital y efectos de la inflación-devaluación", vol. 31, núm. 1, México, enero de 1981, pp. 27-38, Edgar Ortiz. México.

"Algunas relaciones entre el endeudamiento público y el sistema financiero", abril y mayo de 1981, 1a. y 2a. parte respectivamente, núm. 4 y 5, sección nacional. México.

"Perfil de las crisis recientes del sistema financiero mexicano", vol. 34, núm. 10, México, octubre de 1984 pp. 953-969.

"Objetivos e instrumentos de la política económica en 1987", Documento del Poder Ejecutivo Federal, diciembre de 1986.

"El PAC: sus retos y obstáculos", marzo de 1987.

"La política económica y la evolución de la economía en 1986". Banco de México.

"Tasas reales de interés y actividad económica", julio de - 1987, pp. 580-595, México, varios autores.

"Diversificación de la deuda por divisas y tasas de interés", enero de 1987, pp. 43-48, Luis Catán Porteny, México.

BANCO NACIONAL DE MEXICO, "Exámen de la Situación Económica de México", varios números, y suplementos especiales "México en - Cifras", series históricas 1970-1985.

CASTAINGTS TEILLERY JUAN, "La crisis financiera en México (Un ensayo de interpretación)", El Economista Mexicano Vol. XII, No. 5, sept.-octubre 1979, pág. 5-26.

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS: Boletines bimestrales, revista trimestral "Monetaria" , ensayos y seminarios (por órden de fechas):

"Inflación y políticas de tasas de interés en América Latina 1967-1976", Vicente Galbis, Revista Monetaria No. 2, abril-ju

nio/1979, pp. 173-219.

"Manejo de las tasas de interés", Vicente Galbis, Revista Monetaria No. 3, julio-sept./1981, pp. 263-302.

"Apertura Financiera y tasas de interés el caso de México", José Félix Solís, Revista Monetaria No. 1, enero-marzo/1982, pp. 1-15.

"Aspectos teóricos de las políticas de tasas de interés en países en desarrollo", Vicente Galbis, Ensayos No. 46, 1981.

"Políticas de tasas de interés", Seminarios y Reuniones 1981.

"Tasas de interés, política monetaria y gasto público", Valeriano F. García, Ensayos No. 49, 1984.

"Servicio para el financiamiento del déficit de balanza de pagos provocados por alzas de las tasas de interés", Boletín No. 5, septiembre-octubre/1982, Banco de México.

CIDE, "Economía Mexicana" (por orden de fechas):

"Ciclos económicos en la industrialización y sustitución de importaciones: 1950-1980", pp. 77-97, No. 4, 1982. Jaime Ros.

"La Política Monetaria: 1973-1981", pp. 25-46, No. 4, 1982, Alejandro Vázquez Enriquez.

"Déficit Público e Inflación", pp. 47-60, No. 4, 1982, Inder Jit Singh Ruprah.

"Evolución reciente y perspectivas de la economía mexicana", pp. 9-21, 1984, No. 6.

CHUNG RIVERA FERNANDO, "La tasa de interés en México Tesis - Facultad de Economía, UNAM, México 1971."

CORREA EUGENIA, "Política Financiera y crisis. Análisis a las condiciones previas a la nacionalización bancaria", Revista No. 6 Economía: Teoría y Práctica. UAM. Otoño, México 1984.

CRUZ ALVAREZ PABLO, "Dinero, técnica y oferta monetaria en México 1976-1982", Tesis, Facultad de Economía, UNAM. México 1983.

DE LA MADRID HURTADO MIGUEL. III, IV y V Informes de Gobierno, México 1985, 1986 y 1987.

ECONOMIA INFORMA, Revista mensual de la Facultad de Economía, UNAM.

No. 94 junio y No. 99 noviembre-diciembre de 1982.

No. 117 y No. 22, junio y noviembre de 1984.

No. 129 y No. 131, junio y agosto de 1985.

No. 140 y 141. mayo y junio de 1986. No. 152 mayo de 1987.

ECHEVERRIA JUAN, "Teoría del Dinero y del Comercio Internacional", capítulos I, II y IV. Editorial Tecnos, S.A. Madrid. 1963.

GOMEZ OLIVER ANTONIO, "Políticas monetaria y fiscal de México", F.C.E.

HUERTA GONZALEZ ARTURO, "Economía Mexicana más allá del milagro", Ediciones de Cultura Popular, la. ed. México 1986.

KEYNES JOHN MAYNARD. "Teoría General de la Ocupación, el interés y el dinero", 7a. reimp. F.C.E., México 1983.

LEGISLACION BANCARIA, Ediciones Porrúa, México 1986.

MARTINEZ LE CLAINCHE. "Curso de Teoría Monetaria y del Crédito", Textos Universitarios UNAM. 1969.

MARX CARLOS. "El Capital", Tomo I, Capítulos 1, 2 y 3. Tomo II, capítulos I, XVIII. Tomo III, capítulos complemento al Prólogo, XXI, XXII, XXV, XXVI y XXVII. F.C.E. México 1974.

MEXICO ANTE LA CRISIS, varios autores, Tomo I, apartado de la crisis económica, págs. 133 a 206, Ed. Siglo XXI, 2a.edic. 1986.

NAFINSA, "El Mercado de Valores", boletín semanal (varios números), años 1979 a 1986.

PERIODICOS, "El Excélsior" y "El Financiero", varios artículos, años 1985 a 1987.

PIPITONE UGO, "Smith, Ricardo, Marx, Keynes" (apuntes para una lectura crítica), Universidad Autónoma de Guerrero, 1981.

QUIJANO JOSE MANUEL, "México: Estado y Banca Privada", Ensayos No. 3 del CIDE, la. reimp., México 1983.

RIPAS ARMANDO P., "Teoría Monetaria Inflación y Tasas de Interés", Ed. El Ateneo, Buenos Aires, Arg. 1974.

ROMEAU CASAJUANA ANTONIA, "Tasas de interés pasiva e instrumentos de captación de la Banca privada y mixta 1950-1982", Banco de México, 1985.

RUIZ DURAN CLEMENTE, "90 Días de Política Monetaria y Crediticia Independiente", Colección Pensamiento Económico, la. ed., México 1984.

SACRISTAN COLAS ANTONIO, "Inflación, Desempleo, Desequilibrio Comercial Externo", CIDE, México 1983.

SOLIS M. LEOPOLDO, "El Perfil de México en 1980" (otros autores más), artículo El Sistema Financiero en 1980, Vol. 1, Siglo XXI, 12a. edic., México 1982.

SUNKEL O. y PEDRO PAZ, "El Subdesarrollo Latinoamericano y la Teoría del Desarrollo", Siglo XXI, México, 1979.

"TEORIA POLITICA MONETARIA", Facultad de Economía, Sistema de Universidad Abierta, UNAM. 1985.

VILLARREAL RENE, "La Contrarrevolución Monetarista", capítulo 13, Ediciones Océano, 3a. ed. México 1984.