

INSTITUTO LATINOAMERICANO  
DE PLANIFICACION  
ECONOMICA Y SOCIAL



LIMITADO  
INST/S.1/L 10  
27 de noviembre 1967  
ORIGINAL: ESPAÑOL

---

SEMINARIO DE PROGRAMACION  
MONETARIO-FINANCIERA DE CORTO PLAZO

Santiago de Chile, 27 de noviembre  
a 1° de diciembre de 1967

PROGRAMACION FINANCIERA A CORTO PLAZO  
LA RECIENTE EXPERIENCIA DE MEXICO

Sergio Ghigliazza



## PROGRAMACION FINANCIERA A CORTO PLAZO

### LA RECIENTE EXPERIENCIA DE MEXICO

#### I. Introducción

Una condición para que los programas, tanto a corto como a largo plazo, puedan servir de adecuada orientación a los responsables de la política económica, es que se basen en el estudio del comportamiento de la economía y evalúen la eficacia de los instrumentos de política disponibles.

La programación financiera de corto plazo en México se ha realizado ajustándose al conocimiento que se tiene del funcionamiento del sistema económico en general y, en forma específica, del financiero y es una respuesta a la necesidad que las autoridades responsables tienen de contar con elementos de juicio para tomar decisiones.

En este documento se presenta un breve análisis de la evolución de la economía mexicana, destacando los conceptos fundamentales que caracterizan al sistema económico y en particular al financiero de donde se han tomado las bases para la programación. Seguidamente se hace una descripción detallada de la programación financiera a corto plazo tal como se ha venido realizando en México en los años más recientes. Por último, se señalan las limitaciones de la técnica de programación actual y se enuncian algunos de los aspectos que se están estudiando para superar tales limitaciones.



## II. EL CRECIMIENTO ECONOMICO DE MEXICO

El caso de México puede constituir un ejemplo de como los esfuerzos encaminados a lograr una tasa de desarrollo rápida y sostenida a largo plazo, aunque inicialmente pueden generar presiones inflacionarias, se traducirán más adelante en resultados que servirán para estimular el crecimiento con estabilidad.

Durante los últimos veintiseis años, el crecimiento medio anual del producto nacional bruto a precios constantes ha sido del 6 por ciento y del 3 por ciento en el producto per capita. Estas tasas de crecimiento han sido virtualmente las mismas en el período 1940-1957, caracterizado por condiciones de inflación (los precios aumentaron a una tasa media del 9 por ciento anual) como en el período posterior a 1957 en que los precios han venido creciendo moderadamente, 2.8 por ciento anual en promedio.

### El período de inflación

La reforma agraria en México permitió intensificar el uso de la tierra disponible para el cultivo, para la absorción de contingentes en mano de obra y para estimular el resto de los factores productivos, a la vez que se logró un efecto de redistribución de ingreso y una mayor movilidad de los factores.

La distribución de tierras fue apoyada por el Gobierno mediante la construcción de obras de infraestructura tales como presas, caminos, etc. que más adelante ayudarían a mejorar la productividad agrícola.

Este esfuerzo del gobierno, que representó gastos que no redituaban de inmediato, inició el proceso inflacionario, al propiciarse una demanda excedente en el mercado de bienes, que produjo alzas en los precios.

Por otro lado, la parcelación de la propiedad rural causó, de momento, trastornos en la producción agrícola e incrementos en el consumo de los campesinos, lo que contribuyó a que disminuyera el excedente de

/producción colocado

producción colocado en el mercado, elevándose los precios de los productos agrícolas.

Una vez que las obras públicas se integraron y pudieron ser aprovechadas con eficiencia, se observaron incrementos en la oferta de productos agropecuarios, lo que permitió aumentar la capacidad para importar y la transferencia de mano de obra rural a urbana sin que ello determinara bajas en la producción agrícola. A la vez, esto provocó un aumento del consumo de productos industriales y servicios debido en parte a la mayor elasticidad ingreso de la creciente población urbana con lo que se logró un mayor desarrollo de las actividades industriales.

Es así como el proceso de industrialización se ve fortalecido orientándose principalmente a la sustitución de importaciones a través de políticas proteccionistas. Las inversiones extranjeras directas que anteriormente se dirigían en mayor proporción hacia la exportación de materias primas, encuentran mayores incentivos en la industria manufacturera.

Durante la Segunda Guerra Mundial la producción industrial aumentó rápidamente, debido en especial al uso intensivo de la capacidad existente antes de iniciarse la guerra ya que siempre hubo disponibilidad de mano de obra barata.

Al principio de los años cincuenta, la producción agrícola había aumentado de tal forma que permitía un excedente exportable de consideración, pero en esta época se presenta un deterioro de los precios internacionales de los principales productos de exportación agrícola, lo que representó una disminución del ingreso real del sector exportador y una baja en los precios relativos de los alimentos y materias primas agrícolas.

A partir de 1953, la sobrevaluación del peso empezó a reflejarse en una pérdida continua de reservas internacionales, lo cual aunado a los efectos de la recesión de la economía estadounidense, obligó de nuevo a devaluar el peso, antes de que, como había ocurrido en 1948, casi se agotara la reserva del Banco de México. La paridad cambiaria se ajustó en abril de 1954, subvaluando intencionalmente el peso mexicano respecto

/del dólar.

del dólar. Esta circunstancia junto con la respuesta favorable que en general había mostrado la oferta en esa época sirvió para sentar las bases de la estabilización del tipo de cambio dentro de una perspectiva de largo plazo. Inmediatamente después de la devaluación se elevaron en forma sustancial los impuestos a la exportación y se lograron incrementos en la recaudación de tal magnitud que fueron suficientes para financiar adecuadamente los altos niveles del gasto público, lo que permitió a las autoridades financieras seguir una prudente política de expansión de medios de pago que era adecuada a la nueva situación planteada por la devaluación.

#### El período de estabilidad

A pesar de que ya se presentaban signos en la economía mexicana que tendían a reducir las presiones inflacionarias, no es sino hasta 1957 cuando el país entra en una franca fase de estabilidad de precios. El alza en los precios registrada en el período 1954-1956 puede atribuirse esencialmente a los efectos de la devaluación de abril de 1954, sin embargo, fueron de menor importancia y no afectaron la posición del tipo de cambio.

De 1956 a 1961 algunas mercancías de exportación sufrieron deterioros en sus precios, lo que detuvo el proceso de crecimiento del valor de las exportaciones, y aunque los ingresos por servicios siguieron incrementándose, no fueron suficientes para financiar el aumento constante de las importaciones. No obstante, la situación financiera del país permitió contratar créditos extranjeros que a la vez que hacían posible una mayor inversión ayudaban a financiar el déficit en cuenta corriente.

Los primeros años de estabilidad de precios fueron acompañados de un estancamiento virtual de la inversión privada, pero ésta pronto reaccionó ante el efecto que experimentó la demanda global impulsada por los crecientes volúmenes de inversión pública y de consumo.

/Este hecho

Este hecho y la mejoría experimentada luego, por los ingresos en cuenta corriente de la balanza de pagos, contribuyeron a acelerar la tasa real de crecimiento del producto nacional, 6.2 por ciento anual durante el período 1957-1966.

Dicha tasa de crecimiento del producto nacional es igual a la observada en el período inflacionario, con la ventaja de que en el período reciente se logró mantener un aumento moderado de precios. El índice de precios al mayoreo ascendió 11.5 por ciento en 1955, 9.1 por ciento en 1956; 4.5 por ciento en 1957 y a partir de entonces ha sido de 2.3 por ciento en promedio.

### III. ESTRUCTURA Y COMPORTAMIENTO DE LAS VARIABLES FINANCIERAS Y MONETARIAS

El sistema financiero mexicano pasó en los últimos veinticinco años de un sistema incipiente hasta un sistema dinámico e integrado, orientado directamente al crecimiento económico del país.

Durante la década de los cuarenta los pasivos monetarios de la banca comercial y del banco central representaban el principal instrumento de captación del sistema bancario. La función del sistema financiero para transferir ahorros se limitaba casi exclusivamente a este instrumento.

Al término de la segunda Guerra Mundial, el esquema financiero de México alcanzó la estructura institucional existente en la actualidad. Los bancos comerciales se organizaron en un reducido número de instituciones, con una oficina matriz muy importante y un creciente número de sucursales o bancos asociados en toda la República.

Los bancos de inversión, a pesar de funcionar ya a fines de la Guerra, se desarrollaron hasta bien avanzada la década de los cincuenta y dentro de éstos se crearon las llamadas "financieras", entidades que, no obstante estar orientadas a operar en el mercado de capitales, esto es, captando y canalizando recursos a largo plazo, orientaron buena parte de sus operaciones al mercado de dinero debido a las características propias del sistema financiero mexicano.

Se trató de solventar el problema del financiamiento de las obras de infraestructura y del crecimiento agrícola e industrial mediante el establecimiento de bancos oficiales o instituciones nacionales de crédito que canalizaran ahorros internos o externos hacia actividades con alta prioridad en la política de desarrollo económico, es decir orientándose a satisfacer las necesidades de financiamiento de sectores específicos que no eran atendidas debidamente por el sistema bancario privado.

/No obstante

No obstante la influencia que los bancos oficiales llegaron a adquirir en el mercado, manejando alrededor de la mitad de los recursos crediticios de todo el sistema bancario, el Banco de México tuvo que orientar paulatinamente el destino del crédito de los bancos privados hacia las obras públicas y hacia las actividades industriales y agrícolas en una forma más acorde con los requerimientos sectoriales del crecimiento económico. De esta manera el Banco de México, además de cumplir con las funciones tradicionales de banco central, se fue convirtiendo en un organismo que influye en la asignación sectorial de los recursos financieros del país.

Los pasivos financieros del sistema bancario se han desarrollado ajustándose a las características del proceso de crecimiento económico de México y a su vez han tenido una gran influencia en el mismo crecimiento.

Entre 1940 y 1966 los pasivos del sistema bancario mexicano, eliminando operaciones interbancarias, pasaron de 1 418.1 millones de pesos a 94 338.9 millones de pesos a precios corrientes. Sin embargo, este crecimiento no es tan grande durante el período inflacionario, si se considera que el ingreso nacional medido a precios corrientes también aumentó muy rápidamente.

De 1940 a 1957 la relación entre los pasivos del sistema bancario (tanto en moneda nacional como en moneda extranjera) y el ingreso nacional aumentó ligeramente del 22.2% al 24.2% (Cuadro I Columna 8). A partir de 1958, cuando se inició el período de estabilidad, los pasivos bancarios crecieron a una tasa bastante superior a la del ingreso nacional y la relación antes mencionada alcanzó el 40.9% en 1966.

El inicio del proceso inflacionario coincide en México con una de las primeras etapas de desarrollo del sistema bancario durante el cual los pasivos monetarios, billetes y cuentas de cheques, representan tres cuartas partes de los pasivos totales del sistema. Si bien durante el período de la segunda Guerra Mundial los precios aumentaron rápidamente en el país, también aumentaron en el extranjero; por otra parte, México pudo incluso aumentar sus exportaciones y acumuló una importante reserva de oro y divisas que apoyaba sólidamente la paridad del peso mexicano y alejaba la posibilidad de una devaluación. Es por esta circunstancia que

/durante este

durante este período los pasivos del sistema financiero aumentan sensiblemente en respuesta al esquema institucional establecido y al aumento sustancial del ingreso nacional. El total de los pasivos del sistema bancario en relación con el ingreso nacional pasó de 22.2% en 1940 a 28.3% en 1945.

Los pasivos del sistema bancario expresados en moneda extranjera, que determinaron el crecimiento relativo de los pasivos totales a partir de 1945 hasta 1958, durante la Guerra no experimentaron cambios de consideración.

Al término de la segunda Guerra Mundial las presiones inflacionarias en México persistieron o se hicieron más agudas. Por otra parte, al cesar la demanda de la guerra y reincorporarse los países beligerantes al comercio internacional, México perdió su posición privilegiada, viéndose sus exportaciones seriamente afectadas mientras las importaciones renovaron tal ritmo de crecimiento - obligado por el desarrollo de la industrialización - que ocasionó una pérdida de reservas internacionales que condujo a la devaluación de 1948-49 en la cual la paridad del peso pasó de \$4.85 por dólar a \$8.60 por dólar.

La persistencia de las presiones inflacionarias y la experiencia de las devaluaciones de 1948 y 1954 provocaron una desconfianza creciente en la paridad del peso y se hicieron más claros los efectos que sobre el poder adquisitivo de la moneda tiene la inflación. Esta circunstancia se reflejó tanto en el crecimiento de los pasivos totales como en su estructura.

La proporción entre el total de pasivos y el ingreso nacional disminuyó de 28.3% en 1945 a 24.2% en 1957, lo que indica que los pasivos financieros crecieron durante este período a una tasa inferior a la del ingreso nacional. La disminución en la importancia relativa del sistema financiero como intermediario entre ahorradores y usuarios de crédito, es más acentuada si se analizan sólo los pasivos en moneda nacional con relación al ingreso nacional. Esta proporción bajó del 27.0% al 18.9% en los años mencionados.

/La disminución

La disminución de los pasivos totales no fue tan importante debido al enorme crecimiento de los pasivos en moneda extranjera, los cuales representaban 1.3% del ingreso nacional en 1945 y para 1958 llegaron al 6.5%. Este crecimiento obedeció a que en el período considerado, en el cual ocurrieron dos devaluaciones, el alto riesgo cambiario propició que los ahorradores prefirieran invertir en activos que los cubrieran de tal riesgo.

Este mismo fenómeno se tradujo en que a medida que mayor era la conciencia de la comunidad sobre el riesgo cambiario se vieran reducidos los activos líquidos en moneda nacional al mínimo compatible con el crecimiento de las transacciones. De esta manera, la relación entre pasivos monetarios e ingreso nacional se redujo de 19.1% en 1945 a 11.7% en 1958.

A partir de 1957-58 se inició el desarrollo acelerado del sistema financiero y al mismo tiempo se percibía la influencia de este desarrollo en el proceso de crecimiento económico, al permitir una mayor captación de ahorros y una canalización más eficiente de los mismos. Asimismo, el crecimiento de pasivos no monetarios ha ampliado sustancialmente la capacidad del banco central para colocar deuda del sector público que en otras condiciones hubiera incidido sobre la creación de medios de pago, circunstancia que ha sido posible gracias al control que sobre dichos pasivos no monetarios logró imponer.

En este período, los pasivos totales del sistema bancario crecen espectacularmente pasando a representar desde 24.2% del ingreso nacional en 1958, 40.9% en 1966.

La estabilidad de precios al mayoreo en este período, 2.8% de aumento anual en promedio, fue eliminando poco a poco la desconfianza que existía sobre la paridad del peso y los ahorradores optaron por instrumentos alternativos en moneda nacional en forma creciente. Por su parte, a pesar de que ese se caracteriza por un fuerte ritmo de endeudamiento con el exterior, los pasivos en moneda extranjera del sistema bancario sólo crecen en la misma proporción que el ingreso nacional manteniendo su importancia relativa a los niveles alcanzados

/en 1958.

en 1958. Por otra parte, los pasivos en moneda extranjera del sistema bancario mexicano en las épocas más recientes están representados en buena medida por créditos del exterior que eran insignificantes hasta 1958, y en menor proporción por ahorros internos en moneda extranjera.

Aun cuando en este período los pasivos monetarios crecieron a una tasa ligeramente superior a la del ingreso nacional aumentando su proporción del 11.7% al 19.3%, perdieron importancia relativa dentro de los pasivos totales del sistema pasando de 47.2% que significaban en 1958 al 32.5% en 1966, mientras los pasivos no monetarios en moneda nacional, constituyeron el elemento determinante del crecimiento de los pasivos totales.

Al tratar el comportamiento de los distintos pasivos del sistema financiero se hizo ya referencia a las tendencias que ha observado la proporción de pasivos monetarios con respecto al ingreso nacional, y las razones que determinaron las distintas fases del comportamiento de dicha variable.

Tomando en cuenta que México ha mantenido siempre una irrestricta convertibilidad del peso con otras divisas, la posición de liquidez del sistema reviste una gran importancia ya que un excedente de liquidez ante cambios en el riesgo cambiario o en las tasas de interés en mercados extranjeros provoquen fluctuaciones importantes en los movimientos de capital a corto plazo que en más de una ocasión han tenido efectos negativos sobre la balanza de pagos.

Este fenómeno ha sido especialmente importante en México ya que con el doble propósito de estimular por un lado el ahorro a través del sistema financiero y, por otro, evitar elevaciones bruscas en las tasas de interés, se ha seguido la práctica de apoyar el valor nominal y dotar de un alto grado de liquidez a los valores de renta fija emitidos por el sistema bancario. Esta circunstancia ha limitado en gran parte el uso de la tasa de interés como instrumento regulador del mercado financiero, al hacerla poco flexible.

/A pesar

A pesar de que el esquema antes descrito era más sensible durante el período de inflación, ya que el riesgo cambiario en esta situación es muy elevado, en épocas de estabilidad de precios las alzas en las tasas de interés en los mercados internacionales o factores aleatorios que actúan en el mismo sentido que un aumento en el riesgo cambiario tienden a tener efectos similares.

Ante estas características del sistema financiero mexicano, la política del Banco de México ha consistido en tratar de evitar que la liquidez del sistema económico suba más allá de los límites impuestos por los requerimientos de transacciones y por la tendencia de la comunidad, en condiciones de estabilidad de precios, a mantener una proporción creciente de su riqueza en formas líquidas.

En ausencia de factores aleatorios o de cambios importantes en las tasas de interés principalmente en los mercados de Estados Unidos, la política monetaria se ha mostrado más eficiente en el período de estabilidad de precios que durante la inflación.

En el período de inflación, la única política adecuada al crecimiento económico del país la constituyó el financiamiento del déficit del sector público con el único instrumento que el Banco Central tenía a su disposición y que fue la emisión de billetes ya que en aquella época no era posible recurrir al crédito externo. Una contracción en la tasa de crecimiento de los medios de pago, que hubiera significado un menor gasto en obras públicas, hubiera tendido a disminuir el crecimiento de la producción ya que los precios son en general inflexibles a la baja. Por otra parte, las mismas expectativas de precios y el riesgo cambiario mantenían la liquidez del sistema, medida como la relación entre el medio circulante y el ingreso nacional, a sus niveles mínimos y además se hubiera comprometido el crecimiento futuro del país al sacrificar obras de infraestructura que más tarde hicieron posible, en gran parte, el período de crecimiento y estabilidad de que actualmente goza la economía mexicana.

/IV. PROGRAMACION

#### IV. PROGRAMACION FINANCIERA A CORTO PLAZO

La programación financiera a corto plazo se ha entendido en México como un instrumento para orientar las decisiones de política económica dentro de un marco de restricciones impuestas por metas tales como el crecimiento real, el equilibrio en la balanza de pagos y la estabilidad de precios.

El marco general en que se ha desenvuelto la programación financiera se ha vinculado siempre a los instrumentos de política disponibles y al conocimiento del comportamiento del sistema económico y en particular del financiero.

La programación financiera ha consistido en hacer compatibles los recursos captados por el sistema financiero y del exterior con el financiamiento que se considera ha de otorgarse atendiendo a las metas de equilibrio general.

Al lograrse el equilibrio entre el ahorro captado por el sistema financiero y del exterior con la inversión financiada con estos recursos, se obtienen condiciones de equilibrio ya que en el sistema financiero se reflejan los desequilibrios netos sectoriales entre ahorro e inversión.

El banco central ha jugado a este respecto un papel fundamental, en la medida en que el manejo flexible de los instrumentos de política monetaria y financiera han servido eficientemente para transferir el ahorro de los sectores superavitarios de la economía a los deficitarios y para regular la liquidez del sistema.

El esquema general de la programación financiera a corto plazo en México se basa fundamentalmente en la estimación de los recursos internos de que dispondrá el sector financiero dado un nivel de ingreso corriente determinado de antemano y consistente con las metas señaladas anteriormente.

En forma independiente se elabora una proyección de la balanza de pagos en donde se hacen estimaciones de los ingresos y egresos en cuenta corriente y de capital a largo plazo. En esta proyección se utiliza para

/estimar las

estimar las importaciones privadas y otros renglones de egreso en cuenta corriente el mismo nivel de ingreso nacional mencionado anteriormente y sus componentes. Para renglones como intereses sobre deudas e importaciones del sector público se hacen estimaciones directas.

La cuenta de capital se estima con información recabada directamente: en el caso de las empresas extranjeras a través de una encuesta; en el de créditos y emisiones de valores del sector público, con base en el servicio de la deuda y de las posibles disposiciones de créditos y colocación de valores vinculadas a proyectos específicos aprobados por la Secretaría de Hacienda y de la Presidencia.

Para propósitos de la proyección se considera que todos los ingresos de capital a largo plazo van a financiar el déficit en cuenta corriente y si acaso no son suficientes, se estima que la diferencia deberá ser financiada con pérdida de reservas internacionales.

En estas condiciones solo resta decidir la canalización de recursos internos al sector público y privado, tomando en cuenta el impacto de las proyecciones de balanza de pagos en el cambio de los activos internacionales a corto plazo.

#### La captación de recursos

El primer paso en la proyección de los recursos internos es el de distinguir los comportamientos de las diversas formas de ahorro, que se reflejan en la información que proporcionan las distintas instituciones del sistema financiero mexicano.

Una vez separados los pasivos del sistema bancario según sean de origen interno o externo, es posible analizar, a distintos niveles de agregación, cada uno de estos pasivos.

Todos los pasivos en moneda extranjera, tanto los captados por el sistema financiero como los que no lo son, reciben el mismo tratamiento para propósitos de proyección. Por lo tanto, la información de ahorro externo se toma de los requerimientos resultantes de la proyección de la balanza de pagos.

/Los pasivos

Los pasivos en moneda nacional reciben un tratamiento diferente según sean éstos monetarios o no monetarios. Para el análisis de los pasivos monetarios se han hecho diversos estudios de comportamiento dirigidos principalmente a destacar las características de la demanda que por estos pasivos hace el público.

Este análisis ha permitido establecer la estrecha relación existente entre el volumen de estos pasivos y el ingreso nacional, lo que se ha puesto de relieve tanto para el período de inflación como para el actual período de estabilidad, aunque obedece a distintas razones. Durante el período inflacionario, el riesgo cambiario y la pérdida continua en el poder adquisitivo del dinero, inducía al público a mantener sólo el dinero necesario para cubrir sus necesidades más urgentes. Durante el período de estabilidad, las altas tasas de interés y la casi perfecta liquidez que ofrecen algunos pasivos no monetarios han actuado en el mismo sentido en que lo hicieron los precios y el riesgo cambiario durante el período de inflación.

Esta circunstancia ha determinado que en México la relación entre medios de pago e ingreso nacional sea relativamente baja, hasta en comparación con países de similar nivel de desarrollo económico y financiero.

Aunque esta relación ha sido bastante estable en los últimos 20 años se puede advertir un cambio en su comportamiento. Mientras en el período inflacionario se nota una tendencia ligera a que los pasivos monetarios crezcan menos rápidamente que el producto, en el período de estabilidad dichos pasivos crecen a una tasa media también ligeramente más acelerada que el producto a precios corrientes.

Un aspecto determinante en el desarrollo financiero y en la capacidad del sistema bancario para transferir volúmenes importantes de recursos al sector público sin aumentar el medio circulante, lo ha constituido el crecimiento de los pasivos no monetarios del sistema bancario. Estos pasivos que hasta 1958 habían permanecido virtualmente estancados, y representaban sólo el 6.5 por ciento del ingreso nacional pasaron a representar, sólo ocho años después, en 1966, el 20.6 por ciento. En este período, sobre todo en los

/últimos dos

últimos dos años, han aparecido nuevos instrumentos de captación con rendimientos atractivos; no obstante, el crecimiento ha abarcado en general a todos los pasivos no monetarios del sistema aunque con diferencias sensibles entre ellos.

El rápido crecimiento de este tipo de pasivos se explica por los volúmenes crecientes de ahorro que genera el crecimiento de la producción y el ingreso; por la incorporación de un número creciente de unidades económicas del sector de subsistencia a la economía monetaria; por las condiciones de estabilidad financiera que han caracterizado a la economía y que han estimulado a los ahorradores privados, nacionales y extranjeros, a canalizar sus ahorros a través del sistema financiero prefiriéndolo a formas de ahorro poco prácticas y arriesgadas, pero que en épocas de incertidumbre son muy socorridas; y, por la variedad de instrumentos de captación bancarios a tasas de interés y condiciones atractivas.

Aunque en forma individual este tipo de pasivos suministra comportamientos algunas veces irregulares, es posible agregarlos según sus características comunes hasta formar grupos que muestren comportamientos estadísticos confiables para propósitos de proyección.

Este tipo de pasivos, al constituir una forma especial que toma los ahorros de la comunidad, se proyecta utilizando el ingreso como variable explicativa. Sin embargo, la experiencia que se tiene en cuanto a su comportamiento es muy corta, y entre los elementos que han determinado el extraordinario crecimiento que han acusado en los últimos años, existen algunos que tienen carácter transitorio, lo que ha requerido que cada uno de los pasivos sea objeto de estudios detenidos respecto a su evolución.

Finalmente, estas proyecciones desagregadas se confrontan con una estimación global del ahorro que se espera se transfiera a través del sistema financiero.

#### La canalización de recursos

La dinámica del crecimiento de la economía mexicana y los altos rendimientos de la inversión privada, superiores a las tasas de interés a que presta el sistema bancario (las cuales han estado en una forma u

...

/otra limitada

otra limitada a topes máximos), plantean, en términos generales, una situación de exceso de demanda de fondos en el mercado financiero institucional por parte del sector privado.

Esto significa que cualquiera que sea el financiamiento al sector público, el residuo de los fondos disponibles será absorbido por la demanda privada. Hay que hacer notar, sin embargo, que en la programación financiera se asigna al sector privado un monto de recursos compatible con la tasa de crecimiento prevista en la actividad económica.

El sector público elabora en forma anual, aproximadamente en el último trimestre del año anterior al de la proyección, un programa de gasto en inversión acompañado de sus requerimientos de financiamiento, distinguiendo entre ahorro corriente, recursos fiscales, crédito externo y crédito interno. Debe subrayarse que las autoridades financieras tienen el poder para controlar a las distintas dependencias y organismos del sector público y que existe el esquema institucional necesario para hacerlo efectivo. Una de las condiciones importantes para ejercer dicho control consiste en que tales organismos y dependencias no se pueden endeudar sin la aprobación de la Secretaría de Hacienda y de la Presidencia.

Las distintas dependencias y empresas del sector público sujetan a aprobación de la Secretaría de la Presidencia y de la de Hacienda este programa de gasto de la inversión anual.

Estas dependencias del Ejecutivo autorizan los distintos proyectos de inversión que presentan los organismos del sector público a nivel de proyecto específico y se fija la estructura de su financiamiento.

En la Secretaría de la Presidencia se jerarquizan los gastos atendiendo a criterios tales como eficiencia, beneficio social, ahorro de divisas, etc. y se determina un monto de inversión que ha de ser discutido y aprobado conjuntamente con la Secretaría de Hacienda. A fin de poder extender en forma definitiva su autorización para la ejecución de las obras, las autoridades hacendarias escuchan la opinión del Banco de México referente a la posibilidad de poder financiar los niveles de gasto público sin alterar las metas de equilibrio y crecimiento.

/El Banco

El Banco de México presenta una estimación de los recursos internos que, dado un nivel de ingreso concordante con las metas antes señaladas, se espera captará el sistema financiero. Con base en esta estimación y los programas de gasto del sector público es posible decidir la mejor utilización de los recursos disponibles.

Cuando el financiamiento interno al sector público se excede en el crecimiento acorde con el aumento del ahorro captado a través del sistema financiero, se verá afectado el volumen de recursos disponibles para el sector privado.

Las autoridades financieras y monetarias del país tienen capacidad para transferir volúmenes importantes de ahorros voluntarios al sector público, a través de diversos instrumentos de política, además de la emisión monetaria, que está limitada por las metas de estabilidad.

El principal instrumento con que han contado las autoridades financieras para transferir recursos al sector público lo ha constituido el encaje legal.

Los requisitos de encaje legal abarcan en México a casi todos los pasivos de las instituciones financieras privadas que operan en el país. Además de los requisitos en efectivo, que son tradicionales para la regulación de la liquidez, en México el encaje legal se ha utilizado para orientar los recursos del sistema financiero. De esta manera el régimen de encaje legal obliga a las instituciones financieras a comprar una proporción de los incrementos de sus pasivos en valores del gobierno, lo que le da al Banco Central capacidad para financiar al sector público en la medida en que crezcan dichos pasivos o se decida aumentar tales requisitos. Un instrumento que opera en el mismo sentido que los encajes en valores son las coberturas parciales de los bonos financieros e hipotecarios emitidos por el sistema bancario los cuales deben estar representados por valores del gobierno.

/Además de

Además de estos mecanismos automáticos el Banco de México puede, en forma discrecional, colocar valores del gobierno en otro tipo de instituciones públicas y privadas.

La proyección de la captación de recursos por el sistema bancario y del exterior, además de estimarse anualmente, se hace por trimestres tomando en cuenta las variaciones estacionales.

Esto permite confrontar cada trimestre las proyecciones con los datos observados y, en caso de existir diferencias importantes, se procede a ajustar el programa anual.



## V. PERSPECTIVAS

El actual sistema de proyección financiera ha probado ser bastante útil, sobre todo para adecuar las medidas de política económica a las metas de crecimiento y estabilidad; sin embargo, adolece de varios defectos, el más grave de los cuales es que no establece formalmente la interdependencia de las proyecciones financieras con el resto de las variables económicas.

Con el propósito de superar este problema se ha hecho un intento para formar un sistema completo de proyecciones a corto plazo, el cual incluye a todos los sectores de la economía, por lo que así será posible proyectar de manera simultánea todas las variables reales y financieras mediante el uso de técnicas econométricas.

En este planteamiento se trató de incluir todos aquellos comportamientos e instrumentos de política económica característicos al sistema económico mexicano y que son los mismos que se han discutido y considerado en el análisis y técnicas de proyección descritos en páginas anteriores por lo que aquí sólo se hace una presentación esquemática del sistema que se encuentra actualmente en una etapa de experimentación.

El sistema está formado por 25 ecuaciones de las cuales 16 son de comportamiento, y consecuentemente contiene 25 variables endógenas.

Las ecuaciones están planteadas por sectores institucionales conservando la estructura de las cuentas nacionales, pero formando un solo sistema congruente.

/Ecuaciones del

Ecuaciones del sistema de proyecciones a corto plazo sistema bancario

- (1)  $RCB = MON + CCH + PNM$
- (2)  $MON = a (PIB - PIB_{-1}) - \text{constante}$
- (3)  $CCH = b (PIB - PIB_{-1}) - \text{constante}$
- (4)  $PNM = c PIB$
- (5)  $RCB = CBP + CBG + AIB$
- (6)  $CBG = d CCH + e PNM + CEM - \text{constante}$
- (7)  $MON - AIB - CEM = f PNM$

Gobierno

- (8)  $GSG + IFG + TRF + CGP = TAX + CBG + CEG$
- (9)  $TAX = TIE + TPF + TIM + TPC + TEX + TMM + TOI$
- (10)  $TPF = g IPD$
- (11)  $TIM = h PIB - \text{constante}$
- (12)  $TPC = i PIB - \text{constante}$
- (13)  $TMM = j (MTT - MSR - PFE - IDO) - \text{constante}$
- (14)  $TOI = k PIB - \text{constante}$

Balanza de pagos

- (15)  $MTT + AIB = EXP + CEG + CEP$
- (16)  $MTT = MMP + MIP + MIG + MIE + MSR + PFE + IDO + MBC$
- (17)  $MMP = l PIB$
- (18)  $MIP = m IVP$
- (19)  $MIG = n IFG$
- (20)  $MSR = o PIB - \text{constante}$
- (21)  $PFE = p PIB - \text{constante}$
- (22)  $MBC = q IPD - \text{constante}$
- (23)  $IPD = PIB - TAX + TRF - DEP - UND - PFE$
- (24)  $UND = r (IPD + TRF + UND)$
- (25)  $IVP + IVE = DEP + UND + CBP + CGP + CEP + OFP$

1. Variables endógenas

AIB activos internacionales del sistema bancario (aumento)

CBG crédito interno bancario al Gobierno Federal

/CEM crédito

CBM crédito del Banco de México al Gobierno  
CBP crédito interno bancario al sector privado y resto del sector público, incluyendo "otros conceptos"  
CCH cuentas de cheques (aumento)  
IPD ingreso personal disponible  
IVP inversión empresas privadas  
MBC importación bienes de consumo  
MIG importación de bienes de inversión por el Gobierno  
MIP importación bienes de inversión por empresas privadas  
MMP importación materias primas  
MON moneda y billetes (aumento)  
MSR importación servicios (turismo y otros conceptos)  
MIT importación total excluyendo transacciones fronterizas  
PFE pagos a factores del exterior  
PIB producto interno bruto  
PNM pasivos internos no monetarios  
RCE recursos internos captados por el sistema bancario  
TAX impuestos brutos del Gobierno Federal  
TIM impuestos sobre ingresos mercantiles  
TMM impuestos a la importación de mercancías  
TOI otros impuestos  
TPC impuestos a la producción y comercio  
TPF impuestos a los ingresos de personas físicas  
UND utilidades no distribuidas

2. Variables exógenas

CRG crédito extranjero al Gobierno Federal  
CEP crédito extranjero al sector privado y resto del sector público  
CGP crédito del Gobierno al sector privado (resíduo)  
CSG consumo del Gobierno Federal  
DEP depreciación  
EXP exportación de bienes y servicios menos importaciones fronterizas  
IDO intereses deuda oficial

/IFG inversión

IFG inversión física del Gobierno Federal  
IVE inversión empresas estatales  
MIE importación bienes de inversión por empresas estatales  
OFP otro financiamiento del sector privado  
TEX impuesto a las exportaciones  
TIE impuestos a los ingresos de empresas  
TRF transferencias netas del Gobierno al sector privado

1. Sector financiero

Este sector está definido en dos igualdades muy sencillas (1 y 5 del cuadro de ecuaciones) que establecen el balance del sistema bancario a través de los recursos captados por el sistema bancario en moneda nacional. La igualdad No. 1 expresa la suma de los pasivos y la 5, la de los activos. Cada uno de los pasivos monetarios está determinado por el incremento en el producto interno bruto (ecuaciones 2 y 3), que hace las veces de incremento en el ingreso y los pasivos no monetarios están en función del ahorro, que en este caso se representó por el Producto Interno Bruto (ecuación 5).

El financiamiento bancario al Gobierno Federal es una función del incremento en cuentas de cheques y en pasivos no monetarios, pues el mecanismo del encaje legal permite al banco central la transferencia del ahorro captado por el sistema financiero hacia el Gobierno. Además se incluyó una posible fuente adicional de financiamiento que es el crédito concedido directamente por el Banco de México al Gobierno Federal (ecuación 6).

Este crédito se había incluido originalmente como una variable exógena, pero posteriormente se observó que el Banco no puede mover a su arbitrio el crédito que concede directamente al Gobierno, sino que tiene que ajustar éste a los requerimientos a corto plazo de la Secretaría de Hacienda.

Por lo tanto, se decidió hacer endógeno el crédito del Banco de México al Gobierno Federal, el cual se expresó en función del volumen de valores colocados en el sistema bancario por medio del mecanismo de encaje legal, más su capacidad propia de expansión de medios de pago,

/conceptos ambos

conceptos ambos que constituyen la capacidad de crédito; pero deduciendo de éstos aquellos elementos que restan tal capacidad como son el recuento automático de cartera y el cambio en los activos internacionales (ecuación 7).

## 2. Sector Gobierno

Los flujos monetarios del Gobierno Federal se expresan en una ecuación de balance entre los ingresos y los gastos, considerándose también dentro de estos, tanto los créditos recibidos como los otorgados (ecuación 8).

Los impuestos fueron objeto de atención especial, en vista de que representan la fuente más importante de financiamiento del gasto gubernamental, y de su magnitud depende el financiamiento complementario que concede el sistema bancario.

Por lo tanto, se estudiaron específicamente algunos impuestos, como el impuesto a los ingresos de las personas físicas que se hizo función del ingreso personal disponible; el impuesto sobre ingresos mercantiles que para propósitos prácticos se hizo función del Producto Interno Bruto como un indicador de las transacciones; el impuesto a la producción y al comercio que también se expresa en función del Producto; el impuesto a la importación de mercancías se expresó en términos de la importación total de mercancías y por último el remanente, denominado otros impuestos, es una función del Producto Interno Bruto (ecuaciones 9 a 14).

## 3. Sector Externo

Este sector se define en una forma amplia en la ecuación 15 mediante la expresión tradicional de la balanza de pagos, con la excepción de que en esta igualdad se incluye el renglón de "Errores y Omisiones" dentro del crédito del exterior al sector privado (CEP), pues resultaría absurdo proyectar un renglón residual cuya composición y comportamiento se desconocen.

En vista de la importancia de las importaciones de mercancías y servicios, se consideró necesario un estudio detallado de este renglón, pues de su comportamiento dependen el resto de las variables del sector que aquí nos ocupa.

/La ecuación

La ecuación 16 expresa la composición del renglón de importaciones totales de mercancías y servicios (MTT). Del total de estos elementos solamente son endógenos los siguientes: La importación de materias primas que depende del Producto Interno Bruto (ecuación 17); la importación de bienes de inversión por el sector privado, que está en función de la inversión privada (ecuación 18); la importación de bienes de inversión del Gobierno, que depende de la inversión física del Gobierno (ecuación 19); la importación de servicios, que ante la dificultad de encontrar una mejor relación, se hizo dependiente del Producto Interno Bruto e igual cosa sucede con los pagos a los factores del exterior (ecuaciones 20 y 21). La importación de bienes de consumo, que debería estar en función del propio consumo se expresó como función del Ingreso Personal Disponible en vista de lo deficiente que resultaba la estadística existente para aquel concepto (ecuación 22).

Los elementos exógenos los constituyen la importación de bienes de inversión por empresas estatales y los intereses de la deuda oficial.

#### 4. Sector Privado

En vista de que este sector no quedó satisfactoriamente integrado, se simplificó al mínimo indispensable su estudio. Por lo tanto, solamente se presentan dos ecuaciones de balance y una de comportamiento para describirlo.

La primera de las igualdades expresa la transformación que es necesario introducir para llegar al ingreso personal disponible, partiendo del producto interno bruto; la otra ecuación de balance muestra el financiamiento necesario para la inversión privada, expresándose esta última mediante sus dos componentes: la inversión de empresas descentralizadas y organismos de participación estatal y la inversión de las empresas y particulares propiamente dicha (IVP). Esta última igualdad incluye las transferencias de ahorros que hacen los sectores institucionales hacia la inversión a través del sistema financiero o directamente (ecuaciones 23 y 24).

La única ecuación de comportamiento del sector privado es la que expresa a las utilidades no distribuidas en función del ingreso personal disponible, ya que el resto de las variaciones, o son exógenas o están determinadas en otro de los sectores (ecuación 24).

Cuadro I

ESTRUCTURA DE PASIVOS DEL SISTEMA BANCARIO <sup>a/</sup>  
(Porcentajes en relación con el ingreso nacional a precios corrientes) <sup>b/</sup>

Pasivos monetarios	Depósitos de							
	1	2	3	4	5	6	7	8
	ahorro y otros depósitos a la vista	Bonos y obligaciones sobre títulos	A largo plazo	En moneda extranjera	1+2+3	7=6+4	5+7	
1940	16.6	0.6	1.1	3.0	0.9	18.3	21.3	22.2
1945	19.0	1.7	3.5	2.8	1.3	24.2	27.0	28.3
1950	16.2	1.8	3.2	2.4	3.3	21.3	23.7	27.0
1951	14.4	1.7	3.4	2.6	3.4	19.5	22.1	25.5
1952	13.4	1.7	2.9	2.3	3.9	18.0	20.3	24.2
1953	14.5	2.0	3.1	3.0	4.2	19.6	22.6	26.8
1954	13.5	2.1	2.6	4.1	5.7	18.2	22.3	28.0
1955	13.4	2.0	2.4	3.7	4.7	17.8	21.5	26.2
1956	13.0	2.0	2.0	3.5	4.7	17.0	20.5	25.2
1957	12.1	1.9	1.7	3.2	5.3	15.7	18.9	24.2
1958	11.7	1.9	1.6	3.0	6.5	15.2	18.2	24.7
1959	12.6	1.9	1.6	4.3	6.2	16.1	20.4	26.6
1960	12.2	2.0	1.8	5.1	7.4	16.0	21.1	28.5
1961	12.2	2.3	2.8	5.4	8.5	17.3	22.7	31.2
1962	12.6	2.3	3.5	6.3	8.3	18.4	24.7	33.0
1963	13.6	2.5	4.4	7.4	8.2	20.5	27.9	36.1
1964	13.6	2.6	5.1	8.4	7.4	21.3	29.7	37.1
1965	13.4	2.8	6.8	9.2	7.0	23.0	32.2	39.2
1966	13.3	2.9	9.3	8.4	7.0	25.5	34.0	40.9

Fuente: Informes anuales del Banco de México, S.A.

<sup>a/</sup> Excluye operaciones interbancarias.

<sup>b/</sup> A partir de 1950 se tomó el ingreso nacional del informe del Banco de México, S.A de 1966.

Cuadro II

ESTRUCTURA DE PASIVOS DEL SISTEMA BANCARIO

(Relación con el total de pasivos del sistema bancario)<sup>a/</sup>

		En moneda nacional							
		Depósitos de ahorro y otros depósitos a la vista		Bonos y obligaciones sobre títulos		A largo plazo		En moneda extranjera	
Pasivos Monetarios		2	3	4	5	6	7	8	
1									
1940	74.8	2.7	4.8	13.6	4.1	82.3	95.9	100.0	
1945	67.0	6.0	12.3	10.0	4.7	85.3	95.3	100.0	
1950	60.5	6.7	11.7	9.0	12.1	78.9	87.9	100.0	
1951	56.6	6.8	13.2	10.2	13.2	76.6	86.8	100.0	
1952	55.3	7.2	11.8	9.4	16.3	74.3	83.7	100.0	
1953	54.2	7.6	11.6	11.1	15.5	73.4	84.5	100.0	
1954	48.3	7.5	9.3	14.6	20.3	65.1	79.7	100.0	
1955	51.1	7.5	9.1	14.1	18.2	67.7	81.8	100.0	
1956	51.7	7.9	8.1	13.7	18.6	67.7	81.4	100.0	
1957	50.1	7.9	7.1	13.2	21.7	65.1	78.3	100.0	
1958	47.2	7.5	6.6	12.2	26.5	61.3	73.5	100.0	
1959	47.2	7.0	6.0	16.3	23.5	60.2	76.5	100.0	
1960	42.8	6.9	6.5	17.9	25.9	56.2	74.1	100.0	
1961	39.1	7.2	8.9	17.5	27.3	55.2	72.7	100.0	
1962	38.3	7.0	10.5	19.1	25.1	55.8	74.9	100.0	
1963	37.6	7.0	12.2	20.4	22.8	56.8	77.2	100.0	
1964	36.8	6.9	13.7	22.7	19.9	57.4	80.1	100.0	
1965	34.3	7.1	17.3	23.5	17.8	58.7	82.2	100.0	
1966	32.5	7.0	22.8	20.6	17.1	62.3	82.9	100.0	

Fuente: Informes anuales del Banco de México, S.A.

a/ Excluye operaciones interbancarias.

RECURSOS CAPTADOS POR INSTITUCIONES E INSTRUMENTOS, M.N.

(Saldos en millones de pesos)

Concepto	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966
<b>I. Instituciones privadas</b>	12 555.1	16 024.2	18 989.2	21 615.9	25 755.2	32 826.7	41 709.5	49 525.3	60 494.8
Bancos de depósito	6 677.0	8 183.3	9 148.0	9 887.1	11 446.9	13 895.2	16 537.5	17 904.1	20 100.2
Cuenta de cheques	6 311.3	7 764.6	8 628.1	9 224.7	10 509.1	12 817.6	15 004.7	16 226.1	18 241.1
Otros depósitos y obligaciones a la vista y a plazo	365.7	418.7	519.9	662.4	817.8	1 077.6	1 422.8	1 678.0	1 859.1
Bancos de ahorro	1 483.3	1 750.3	2 083.9	2 444.2	2 786.2	3 351.3	4 294.6	5 138.4	5 993.8
Cuenta de ahorro	1 479.2	1 739.6	2 070.9	2 432.0	2 770.2	3 342.4	4 281.1	5 120.0	5 976.5
Otros depósitos y obligaciones a la vista y a plazo	4.1	10.7	13.0	12.2	16.0	8.9	13.5	18.4	17.3
Instituciones financieras	1 191.3	2 487.3	3 950.2	5 389.7	7 188.3	9 106.8	11 742.7	15 374.9	21 473.1
Bonos y obligaciones sobre títulos	209.2	236.5	584.0	1 254.9	1 584.8	2 627.0	3 540.3	5 287.7	11 749.5
Otros depósitos y obligaciones a la vista y a plazo	982.1	2 250.7	3 366.2	4 134.8	5 603.5	6 479.8	7 799.8	9 087.2	9 745.6
Bancos hipotecarios	1 465.9	1 614.1	1 831.3	1 981.2	2 337.2	3 750.5	6 100.5	7 805.3	9 573.5
Bonos y obligaciones sobre títulos	65.9	69.2	78.7	203.7	300.6	608.1	1 801.1	3 445.6	5 873.3
Cédulas hipotecarias	1 308.2	1 436.3	1 540.5	1 627.5	1 788.9	2 068.9	2 201.6	2 232.4	2 401.5
Otros depósitos y obligaciones a la vista y a plazo	91.8	108.6	212.1	150.0	247.7	1 073.5	2 097.8	2 077.3	1 298.7
Otras privadas	616.5	671.8	674.1	700.4	731.1	791.2	820.3	927.7	986.1
Capital	1 091.1	1 317.4	1 301.7	1 213.3	1 305.5	1 931.7	2 214.9	2 371.9	2 366.1
<b>II. Instituciones nacionales</b>	6 105.7	6 984.9	8 212.5	9 988.8	12 163.8	13 632.2	14 938.6	18 306.1	19 118.1
Bonos y obligaciones sobre títulos	1 045.7	1 139.6	1 616.1	2 046.5	3 107.0	3 839.2	3 926.1	4 423.2	4 481.4
Otros depósitos y obligaciones a la vista y a plazo	2 460.3	2 875.0	3 434.2	3 764.4	4 190.1	4 861.7	6 220.3	7 784.8	8 384.4
Patronato del Ahorro Nacional	438.3	526.4	629.3	709.2	839.1	963.3	1 213.9	1 439.5	1 573.9
Capital	1 985.6	2 280.9	2 363.7	3 310.5	3 833.3	3 743.9	3 319.4	4 439.4	4 408.2
Cuenta de cheques	174.8	163.0	169.2	158.2	194.3	224.1	229.1	239.2	270.2
<b>III. Banco de México</b>	7 202.5	7 867.0	8 534.2	8 802.3	9 657.7	10 980.3	12 748.0	13 620.7	14 776.7
Billetes y moneda metálica	6 615.1	7 250.3	7 874.5	8 275.0	9 144.1	10 263.7	11 923.4	12 506.7	13 629.6
Otras obligaciones	197.7	258.5	340.6	76.0	64.8	239.9	315.6	465.3	383.9
Capital	102.0	102.0	102.0	102.0	102.0	102.0	102.0	102.0	102.0
Cuenta de cheques	287.5	256.2	217.1	349.3	346.8	374.7	403.0	546.7	661.2
<b>Total M/N</b>	<b>25 685.3</b>	<b>30 759.2</b>	<b>35 735.2</b>	<b>40 407.0</b>	<b>47 576.7</b>	<b>57 438.9</b>	<b>69 396.2</b>	<b>81 452.1</b>	<b>94 339.6</b>

1/ Todas las proyecciones de 1967 están respaldadas por su regresión o su explicación correspondiente en la hoja siguiente.

2/ Cuenta de cheques del Banco de México se obtuvo como una diferencia de la proyección de cheques total menos la proyección de cuentas de cheques de otras instituciones.

\*/ Son cantidades obtenidas por diferencia.

