

56e/65

INT-1181

PRELIMINAR
INSTITUTO LATINOAMERICANO DE
PLANIFICACION ECONOMICA Y SOCIAL
Noviembre de 1965



PLANES DE FINANCIAMIENTO*

*Preparado por la División de Investigaciones y Programación General.
Solicitado por los señores Carlos Lessa y Pedro Esparza para el
Programa de Capacitación, Instrumentos de Política Económica.



900049922 - BIBLIOTECA CEPAL

THE
OFFICE OF THE
SECRETARY OF THE
NAVY

DEPARTMENT OF THE NAVY

NAVY DEPARTMENT
WASHINGTON, D. C.
JANUARY 1, 1900

PLANES DE FINANCIAMIENTO

1. Los actuales planes de desarrollo elaborados en América Latina centran su interés en los aspectos reales y tocan sólo tangencialmente y en forma muy agregada los aspectos financieros y sus interrelaciones con los primeros.

Ello se debe, posiblemente, a la mayor importancia y urgencia que entrañan los aspectos reales del desarrollo. Asimismo, derivado de lo anterior, el funcionamiento del mercado de capitales, el papel y características de las diferentes clases de intermediarios financieros que en él participan y las vinculaciones entre las variables reales y financieras, han sido empíricamente menos estudiadas que los aspectos reales. Esto, obviamente, dificulta cualquier intento de adecuada formalización teórica que se pretenda hacer.

En la medida en que no existan ideas claras respecto a las implicaciones financieras de los planes reales, no se haya realizado un diagnóstico apropiado de la estructura y funcionamiento del mercado de capitales, no se conozca adecuadamente cómo se genera el ahorro y de qué modo los instrumentos de la política financiera pueden incrementarlo y canalizarlo en función de las metas del plan, y no se haya estudiado la eficiencia de los instrumentos monetarios y crediticios para actuar sobre variables financieras y reales, no se podrá ligar la política financiera en forma eficiente a los planes.

Ello puede conducir a incompatibilidades entre las metas planteadas y los requerimientos financieros que de éstas se deducen.

Es necesario complementar los planes reales con planes financieros que permitan estudiar la magnitud, origen y destino de los flujos financieros, así como el efecto sobre las variables reales y la estabilidad de distintas alternativas de financiamiento.

Dentro del contexto de un mercado de capitales poco desarrollado e ineficiente, rasgo típico de nuestras economías, y en la medida en que los planes reales impliquen aumentos substanciales del ahorro real, y

/reasignaciones de

reasignaciones de recursos físicos de magnitud importante hacia usos diferentes a los que tenían anteriormente, lo anterior se hace más urgente aún.

El estudio del financiamiento de planes puede realizarse a distintos niveles de agregación (global, por sectores de cuentas nacionales, por sectores productivos, etc.), con distintos desgloses según tipo de financiamiento (interno y externo, bancario y no bancario, etc.), a diferentes plazos en el tiempo (largo, mediano y corto plazo), etc.

El estudio de un plan de financiamiento exige previamente la existencia de un plan físico. El nivel de agregación que se considere y el tipo de desglose que se introduzca, pueden relacionarse con el plan físico que se pretende financiar.

Así por ejemplo, un plan físico de largo plazo debe ser complementado por un plan de financiamiento de largo plazo en el cual se establezcan relaciones entre las variables del plan físico y financiero y se logre la compatibilidad entre el ahorro y la inversión; igualmente, debería incluir la orientación de los cambios de largo plazo que deben realizarse en el mercado de capitales.

A su vez, la programación real de largo plazo da el marco de referencia que facilita la elaboración de planes operativos anuales. En este caso, el financiamiento debe ser estudiado utilizando un modelo de corto plazo, en que se ubique el mercado monetario junto al resto del mercado de capitales, en que se haga explícita la restricción que se estime conveniente plantear al alza del nivel de precios. En el corto plazo es indispensable introducir el financiamiento monetario junto al financiamiento real. Se debe igualmente poder compatibilizar los objetivos inmediatos con los cambios que se necesiten introducir durante el período en función de las metas de largo plazo.

Las diferentes áreas que cubren cada uno de los planes mencionados, así como los plazos que abarcan y el desglose con que se plantean obligan a establecer relaciones entre ellas para compatibilizar los valores que se establezcan en los planes.

Se podría pensar en la elaboración inicial de un plan físico global de largo plazo, que determinara las metas para los flujos de bienes y servicios del período final del plan (por ejemplo, el décimo año de un plan decenal). El uso del modelo de insumo-producto permitiría calcular - dada cierta composición de la demanda final - los requerimientos de producción bruta de cada sector.

A su vez, la composición de la demanda final de bienes de consumo por parte de las familias es función, en medida importante, de la distribución del ingreso. Por consiguiente, si ésta no ha sido considerada en forma explícita en el plan físico, debe elaborarse un modelo que permita compatibilizar la composición de la demanda de bienes de consumo que se desea alcanzar (si se plantea, por ejemplo, cubrir ciertos déficit nutricionales) con la distribución del ingreso que la originaría.

En este modelo de ingresos se podría determinar la compatibilidad entre la inversión programada en el plan físico y los ahorros por sector (si en el modelo se incluyen las cuentas corrientes de los diferentes sectores).

Conciliadas las metas físicas con las de ingreso y el financiamiento en el largo plazo, se podrían plantear los planes físicos, de ingreso y financiamiento en el corto plazo, para lo que los planes de largo plazo servirían como marco de orientación. Compatibilizados los resultados entre sí, habría que volver a revisar las metas a largo plazo.

Aparentemente se trataría de un proceso en que se parte de un plan físico global y se va complementando con los otros planes, pero ello no es estrictamente cierto. En primer lugar, no hay por qué partir necesariamente con el plan físico; se podría estudiar, como ya se ha hecho en algunas experiencias, el efecto que sobre la distribución del ingreso tendrían determinadas reformas estructurales y en seguida cuantificar la composición de la demanda que tendría que abastecerse con bienes nacionales (y que presionarían al aparato productivo interno dando origen a requerimientos de producción y de inversión) y con bienes importados.

En segundo lugar, hay un continuo proceso de revisión de las metas en la medida en que vayan surgiendo incompatibilidades al conciliar planes globales con sectoriales, requerimientos de inversión con posibilidades de financiamiento, etc.

Por otra parte la determinación de valores para ciertas variables globales surge precisamente del estudio previo de los datos a nivel sectorial.

Por consiguiente, aún cuando se pueda comenzar elaborando un plan físico de largo plazo, del cual se extraen ciertos valores que se introducen como datos en el plan de ingresos o de financiamiento a largo plazo y, extrayendo de este plan, a su vez, los datos que orientan la elaboración del plan de financiamiento de corto plazo, etc., el proceso no está en absoluto orientado en una sola dirección, sino que al contrario, exige de continuas revisiones y ajustes.

En los párrafos anteriores se ha tratado de establecer las relaciones entre los planes de financiamiento y los planes reales.

En este borrador se señalan brevemente algunas características de un plan físico de largo plazo global, así como las de un plan de financiamiento de largo plazo para pasar a la presentación de un modelo financiero de corto plazo.

Se pretende, a través de este modelo, plantear un esquema lógico que permita ubicar y relacionar entre sí, en un marco consistente, las principales áreas de acción de la política monetaria y crediticia, incluyendo variables reales y financieras.

1. Plan físico de largo plazo y compatibilizaciones a nivel sectorial

Para la formulación de planes de largo plazo se emplea un modelo, el cual, a través de un conjunto de ecuaciones que contienen las principales variables reales macroeconómicas, permite calcular el valor de algunas de ellas, dados ciertos valores para otras que cubren los grados de libertad que tiene el modelo. Se guarda de este modo la necesaria compatibilidad que debe existir, por ejemplo, entre C, I, X, M y PB.

/Las magnitudes

Las magnitudes obtenidas estarán expresadas a precios del año base. Estas cifras constituyen sólo primeras estimaciones que servirán de marco de referencia a los planes operativos anuales. En tal sentido, el modelo global a que se hace referencia constituye un instrumento de orientación de la actividad económica.

Al operar con el modelo global habrá que estudiar a nivel sectorial si las compatibilidades obtenidas se mantienen a este nivel de agregación. Así por ejemplo, habrá que estimar si el monto global de las importaciones es compatible con la parte del consumo y de la inversión que se abastecerá con importaciones, más los requerimientos de insumos importados a que den origen los niveles de producción bruta que deban alcanzar los sectores productivos para satisfacer una determinada composición de la demanda final.

Lo mismo sucede con el monto de las inversiones brutas que se haya calculado en función de una determinada tasa de crecimiento del producto, de un valor dado para la relación producto-capital, del coeficiente de depreciación y de la capacidad instalada. El valor así obtenido para la inversión bruta, debe ser igual a la suma de inversiones brutas a nivel sectorial, la que depende del capital de cada sector y su grado de ocupación, los respectivos coeficientes de depreciación, las distintas tasas de crecimiento de las producciones sectoriales, y sus coeficientes producto-capital.

2. Modelo de financiamiento de largo plazo

Alcanzados los valores consistentes de las variables a nivel global con los que surgen a nivel sectorial se debe estudiar el problema de la consistencia de los volúmenes de inversión postulados con su financiamiento en términos de ahorros reales.

La determinación de la inversión bruta, fija de inmediato el volumen de ahorros que la economía debe alcanzar.

Para estudiar su composición por sectores, se pueden proyectar los rubros principales de las cuentas corrientes - a largo plazo - de los sectores empresas, familias, gobierno y exterior.

La obtención del ahorro exterior estará definido en medida importante por las metas de exportaciones e importaciones originadas en el modelo.

La obtención del ahorro de las familias incorpora decisiones respecto a la distribución del ingreso en el largo plazo. Ello obliga a estimar en forma muy gruesa los objetivos de la política de salarios, utilidades, tributación, transferencias corrientes, etc., considerando igualmente los cambios en la propensión al consumo que lleva implícita la determinación del quantum de consumo en el modelo real y su composición sectorial, junto con la distribución del ingreso.

Por otro lado, hay que evaluar los cambios que se producen en la distribución del ingreso a raíz del desarrollo, a tasas desiguales, de sectores productivos en que el ingreso se distribuye en forma diferente y/o por cambios en el sistema de propiedad agrícola, etc.

Todo esto afectará el volumen de ahorros y su composición por grupos sociales.

En relación a los sectores empresas y gobierno, habrá que proyectar los elementos más gruesos de las cuentas corrientes que no se hayan incluido ya en las cuentas de las familias y exterior y/o en el modelo real, para obtener así el ahorro de cada uno de ellos.

Los sectores empresas y familias deberían desglosarse, el primero de acuerdo a una determinada clasificación de los sectores productivos, desagregando v.g., las empresas públicas; el segundo, de acuerdo a estratos de ingreso o tipos de remuneración.

Las metas fijadas en el modelo de programación física se introducen como datos en el modelo de financiamiento de largo plazo (consumo de las personas y del gobierno, inversión interna bruta, exportaciones, importaciones, etc.).

El modelo permitirá estudiar la posibilidad de financiamiento - en términos reales - de la inversión programada, y la composición sectorial del ahorro.

La introducción explícita de los objetivos de distribución del ingreso, metas sectoriales de consumo, etc., dará un marco de referencia y permitirá orientar la política de tributación, salarios, precios y otros en el corto plazo, teniendo en consideración, simultáneamente, los

objetivos de largo plazo y la solución de problemas coyunturales.

Habría que agregar a lo anterior las implicaciones que las metas de ahorro real e inversión por sector tienen respecto a la estructura del mercado de capitales, las instituciones que en él operan y los instrumentos financieros que se emplean.

El ahorro real es influido fundamentalmente por las variables reales y por las medidas de política económica que actúan directamente sobre ellas (tasa de salarios, tributación directa, etc.); sin embargo, no es independiente de las características que adopte el desarrollo de las instituciones financieras y la variedad de instrumentos de captación de ahorros que existan en un momento dado.

La determinación de los saldos financieros de cada sector (diferencia entre ahorros reales e inversión) permite analizar la magnitud de las transferencias a realizar, en una primera aproximación.^{1/}

La magnitud del ahorro real que hay que alcanzar y su adecuada canalización en función de las metas del plan implican ciertos cambios en la estructura del mercado de capitales, el desarrollo de nuevas instituciones e instrumentos financieros, que hay que considerar en forma explícita, pues aún cuando se aplican a metas de largo plazo, requieren muchas veces decisiones en el plazo inmediato para alcanzarlas en períodos futuros.

El tener determinados estos cambios permite considerar el resto de la política financiera de corto plazo, tomando en consideración los objetivos de largo plazo, de modo que aún cuando se adopten políticas tendientes a solucionar problemas inmediatos se tengan presente sus efectos sobre las variables de largo plazo.

3. Financiamiento de corto plazo

3.1 Introducción

La elaboración del plan físico de corto plazo y del plan de ingresos en términos reales, habrá permitido determinar la compatibilidad entre las variables reales.

^{1/} Ello es así porque estas transferencias son netas; hay que considerar el total de fuentes externas al sector y de usos financieros que efectúe en cuenta de capital, lo que amplía el volumen de transferencias que se realizan a través del mercado de capitales.

En relación al financiamiento de los planes se habrá ya asegurado la consistencia entre la inversión programada y el ahorro real que habrá que generar.

En el corto plazo, el financiamiento debe ser programado con un nivel de desagregación mucho mayor, incluyéndose áreas no estudiadas en los planes de largo plazo.

Se necesita incluir el mercado monetario y estudiar los requerimientos de medios de pago a que darán origen las metas físicas programadas, la restricción que se plantee respecto al nivel de precios y los cambios en la monetización de la economía.

Hay que determinar cuáles serán las presiones sobre los medios de pago a que dará origen el plan, las que implicarán variaciones en la cantidad de éstos, así como programar su distribución y composición.

Por otra parte, el equilibrio entre inversión y ahorro se habrá alcanzado a nivel global, pero hay que programar los flujos a través de los cuales los sectores con superavit transfieren ahorros reales hacia los sectores deficitarios en relación a las metas planeadas. Lo anterior implica integrar en el estudio del financiamiento el resto del mercado de capitales y las diferentes fuentes de financiamiento y alternativas de empleo de ellas en los sectores.

El modelo que se presenta a continuación, permite integrar las principales variables globales extraídas del plan físico de corto plazo (producto nacional bruto, consumo, inversión, importaciones, exportaciones, etc.), con las metas de ahorro real para cada sector extraídas del modelo de ingresos, y las variables monetarias y financieras de corto plazo (cantidad de dinero, financiamiento no bancario, etc.).

El modelo permitirá, al solucionarse y obtener valores para las variables endógenas, determinar la magnitud que deben alcanzar ciertas variables financieras y monetarias, compatibles con las metas físicas del plan.

Se tendrán de este modo delimitadas las áreas sobre las que deberán actuar los instrumentos de política financiera.

3.2 El modelo

Las primeras ecuaciones introducen las variables monetarias a nivel global.^{2/}

Se trata de ligar las variaciones experimentadas por los medios de pago a cambios en la balanza de pagos, el producto geográfico bruto y los bienes disponibles.

Generalmente se ha calculado la variación del circulante, deduciendo de los cambios experimentados por las obligaciones monetarias en un balance consolidado del sistema bancario. La contrapartida al incremento de medios de pago se encuentra en una alteración de las reservas internacionales (activos externos menos pasivos externos del sistema bancario) y en variaciones de la corriente de préstamos otorgados a los sectores nacionales a la que llamaremos cambios en la monetización crediticia interna (ΔMC_i), (activos internos del sistema bancario menos pasivos no monetarios).^(*)

Pero no se han relacionado las variaciones con el saldo en la balanza de pagos, excepto a través de los cambios netos en las reservas internacionales. Ellas constituyen un mecanismo de ajuste entre el saldo en cuenta corriente de la balanza de pagos (F) y los ingresos en divisas que por concepto de donaciones, préstamos externos, etc., reciben los sectores no bancarios de la economía.

Estos ingresos en divisas darán origen a variaciones en el circulante al ser cambiadas en el sistema bancario por moneda nacional. Al cambio en el circulante así generado, lo llamaremos variaciones en la monetización crediticia externa (ΔMC_x). Si hay un superavit en cuenta

2/ La parte monetaria global pertenece a Robert Triffin. Ver Un esquema simplificado para la integración del análisis monetario y de ingresos, presentado por el autor a la V Reunión de Técnicos de los Bancos Centrales del Continente Americano.

(*) En un balance consolidado del sistema bancario esto equivaldría a las colocaciones e inversiones del período menos otros depósitos, distintos de los de cuenta corriente y la variación de la cuenta capital y reservas.

corriente y un aumento en el circulante por cambios en la monetización crediticia externa, el aumento en las reservas internacionales (Q) será igual al monto del superavit más la variación en la monetización crediticia externa. Se tendría entonces:

$$(1) Q = F + \Delta MC_x$$

$$(2) F = X - M^{(*)} = Q - \Delta MC_x$$

Dado que el incremento en los medios de pago se había relacionado anteriormente con la variación en la monetización crediticia interna y la expansión de las reservas internacionales, se tiene:

$$(3) \Delta MP = \Delta MC_i + Q$$

Reemplazando Q en función de su papel en el financiamiento del saldo de la balanza de pagos se llega a:

$$(4) \Delta MP = \Delta MC_i + \Delta MC_x + F$$

Se observa que la variación en los medios de pago queda de este modo ligada (i) al cambio en la monetización interna y externa, y (ii) al saldo en cuenta corriente de la balanza de pagos.

Por otra parte el saldo (F) puede expresarse como una diferencia entre el ingreso generado en el período (medido por el producto nacional bruto) y el gasto efectuado para adquirir los bienes y servicios disponibles.

Partiendo de la ecuación de oferta y demanda final en una economía abierta se tiene:

$$(5) PNB + M = C + I + X$$

$$(6) PNB - (C + I) = X - M$$

Dado que $X - M = F$; y $C + I = BD$ queda:

$$(7) PNB - BD = F$$

Reemplazando F en la relación (4) se tiene:

$$(8) \Delta MP = (\Delta MC_i + \Delta MC_x) + (PNB - BD)$$

* M incluye los pagos netos recibidos por factores productivos del exterior, para obtener el saldo en cuenta corriente de la balanza de pagos.

De aquí se deduce que los medios de pago pueden crecer cuando los ingresos generados en el período sean mayores que los gastos. Si el producto nacional bruto es mayor que los bienes disponibles se tendrá un saldo favorable en la balanza de pagos en cuenta corriente. Este saldo favorable producirá una expansión del circulante al cambiarse las divisas por moneda nacional.

Junto a esta diferencia entre ingresos y gastos, actúa como generador de aumento en el circulante, el incremento en la monetización crediticia (ΔMC) sea de origen interno o externo.

Las ecuaciones anteriores han permitido relacionar el incremento de medios de pago con las variaciones en la monetización crediticia interna y las reservas internacionales (Rel. 3), con las variaciones en la monetización crediticia (interna y externa) y el saldo de balanza de pagos (Rel. 4); y las variaciones en la monetización crediticia, el producto nacional bruto y los bienes disponibles (Rel. 8). Estas relaciones son de definición.

Para relacionar las variables de financiamiento monetario con su absorción por las variaciones de producto real, precios, etc., usaremos el coeficiente de liquidez (r) que se define como la cantidad de medios de pago que se emplea en la economía por unidad de producto nacional bruto a precios corrientes.

$$(9) \quad r = \frac{MP}{PNB}$$

Suponiendo constante el valor del coeficiente, las variaciones en los medios de pago serán absorbidas por aumentos en el producto nacional bruto real (Δpnb) y/o por aumentos en los precios ($\frac{\Delta P}{P}$).

La cantidad de medios de pago absorbidos por la expansión del producto real de un período a otro será $\Delta MP = r \cdot \Delta pnb = r (pnb_k - pnb_{k-1})$.

La variación de precios afectará a todo el producto del período, por consiguiente el volumen de circulante absorbido por el aumento de precios será igual a: $r \cdot pnb_k \cdot \frac{\Delta P}{P}$

En conclusión, la expansión de los medios de pago es igual al aumento del producto nacional bruto por el coeficiente de liquidez, aumento que puede ser real y/o reflejar la variación de los precios.

$$(10) \Delta MP = r \Delta pnb + r \cdot pnb_k \cdot \frac{\Delta P}{P}$$

Reemplazando ΔMP en (4) se tiene:

$$(11) r \cdot \Delta pnb + r \cdot pnb_k \cdot \frac{\Delta P}{P} = \Delta MC_1 + \Delta MC_x + F$$

Si aislamos la variación de la monetización crediticia interna y externa se observa que ella financia: (i) los requerimientos monetarios a que da origen el aumento del producto nacional bruto real. (ii) Los requerimientos monetarios generados por el aumento en los precios a que se ha transado el pnb real del período. (iii) El deficit de balanza de pagos en cuenta corriente (o superavit de la cuenta corriente del "resto del mundo").

$$(12) \Delta MC_1 + \Delta MC_x = r \cdot \Delta pnb + r \cdot pnb_k \cdot \frac{\Delta P}{P} - F$$

Si se levanta el supuesto de mantener constante el coeficiente de liquidez y se admiten variaciones en su valor respecto al período anterior, se tendrá una fuente adicional de financiamiento monetario que se agrega a la variación en la monetización crediticia.

Admitase una disminución en el valor del coeficiente de liquidez en el período k con respecto al que tenía en el período k-1. En los pasos anteriores se habría calculado el monto de incremento de medios de pago absorbidos por un aumento del producto nacional bruto real del período k (a los precios del período k-1), pero si el coeficiente disminuye, una parte de los medios de pago empleados para transar el producto de k-1 quedará liberado, pues para transar ese mismo producto en el período k se requerirá una menor cantidad de dinero. En efecto $r_{k-1} \cdot pnb_{k-1}$ fué el monto de medios de pago existentes en el período k-1, para transar ese mismo producto se necesita en el período k un monto de dinero igual a $r_k \cdot pnb_{k-1}$, con lo que los requerimientos monetarios disminuyen (si $r_k < r_{k-1}$) en la magnitud: $r_{k-1} \cdot pnb_{k-1} - r_k \cdot pnb_{k-1}$, la que se agrega a la variación en la monetización crediticia para financiar los rubros ya mencionados.

Si $r_k > r_{k-1}$, la variación de liquidez será negativa y el aumento de financiamiento monetario total será menor que la variación en la monetización crediticia.

/En resumen:

En resumen:

1. Fuentes de incremento en el financiamiento monetario total

$$= \Delta MC_k + (r_{k-1} \cdot pnb_{k-1} - r_k \cdot pnb_{k-1}).$$

2. Absorción del incremento en el financiamiento monetario total

$$= r_k \cdot \Delta pnb + r_k \cdot pnb_k \cdot \frac{\Delta P}{P} - F_k$$

Es decir, los incrementos en la monetización crediticia, más la variación en la disponibilidad monetaria, según cambios en el coeficiente de liquidez, financian: el incremento real del producto, el aumento de los precios y el deficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

Se requiere desagregar el flujo de financiamiento bancario con el objeto de conocer el destino sectorial de éste.

La presión de los sectores sobre el sistema bancario se refleja en la monetización crediticia interna, la que se origina por préstamos de los bancos, por fondos que de cuentas de ahorro son traspasados a cuentas corrientes, etc.

El monto de variación de la monetización crediticia interna (ΔMC_i) puede desagregarse considerando los sectores que, a través de operaciones con el sistema bancario, lo han originado para obtener financiamiento.

Si se consideran los sectores empresas, gobierno y personas, se tendría:

$$\Delta MC_i = \Delta MC_{ie} + \Delta MC_{ig} + \Delta MC_{ip}$$

La distribución sectorial puede reflejar no sólo la distribución del incremento sino también los cambios en el destino sectorial de los flujos ya existentes de préstamos bancarios por una reorientación de la política crediticia en función de las metas del plan.

Los sectores reciben además financiamiento no bancario que es necesario programar junto con el financiamiento bancario si se desean alcanzar las metas de inversión.

Hasta el momento se ha considerado: el ahorro real de cada sector (a través del plan de ingresos), la meta de inversión real de cada sector (a través del plan físico), y el financiamiento bancario a nivel sectorial, el que podría constituir el mecanismo de ajuste entre los

/requerimientos de

requerimientos de financiamiento externo al sector y el entregado por el resto del mercado de capitales, siempre que se cumpla la restricción que se haya planteado para el nivel de precios.

Se deben integrar en el modelo estos flujos de financiamiento no bancario, que se originan por traspasos entre sectores. Para ello, se pueden considerar los rubros en cuenta de capital de los sectores.

El financiamiento de un sector puede provenir de fuentes internas (ahorros del propio sector) (A) y/o de fuentes externas (financiamiento bancario (ΔMC_i) y no bancario) (FNB). Estas fuentes de financiamiento serán empleados para hacer inversiones reales o financieras, traspasando en este último caso parte de las fuentes a otros sectores.

Para un sector j , se tiene:

$$Ir_j = A_j + \Delta MC_{ij} + FNB_j - If_j$$

Se tendría de este modo un esquema que permita estudiar la programación de los flujos monetarios y financieros a nivel global y sectorial.

3.3 Algunas observaciones

El modelo está formado por relaciones de definición excepto la que contiene el coeficiente de liquidez.

Los instrumentos de la política financiera no aparecen aún en forma explícita en el modelo y, por consiguiente, no se han establecido relaciones de causalidad entre las variables consideradas y los instrumentos de política.

El coeficiente de liquidez juega un papel fundamental pues es el puente de unión entre las variables reales y financieras.

El modelo es muy sensible a las variaciones en el coeficiente, por lo que su proyección debe ser hecha con bastante exactitud, pues hipótesis alternativas respecto a su valor aún cuando tengan poca diferencia entre sí, pueden implicar, en ciertos casos, aumentos en el circulante y, en otros, disminuciones.

El coeficiente muestra ser muy estable en algunos países de Europa Occidental (en que el máximo aumento anual no sobrepasó el 5% en el período 1951-55), y no tan estable en algunos países latinoamericanos para determinados períodos anuales.*

* En el anexo II de este trabajo se muestran algunos aspectos importantes sobre la evolución de este coeficiente en algunos países.

Se requiere profundizar el estudio de los determinantes del coeficiente de liquidez en el largo y corto plazo.

Lo anterior limita el campo de aplicabilidad del modelo a países en que el coeficiente es estable o predecible con cierta exactitud.

No se ha tratado de establecer relaciones de causalidad entre las variaciones en el valor del coeficiente y las variaciones en la cantidad de dinero, nivel de precios, etc. Se emplea para establecer una relación que permite ordenar algunos elementos de análisis, en una primera aproximación a nivel global.

NECESIDAD DE SECTORIALIZAR EL MODELO GLOBAL^{3/}

1. El empleo del modelo global permitiría determinar el monto de incremento de dinero, el cambio en la monetización crediticia externa e interna, las variaciones en las reservas internacionales netas, etc. Estas variables están ligadas al financiamiento de los diferentes sectores, razón por la cual convendría no sólo conocer su monto global, sino también su destino sectorial. Por otra parte, será necesario estudiar luego la compatibilidad entre los requerimientos sectoriales de financiamiento y los valores entregados por el modelo global.
2. Se tienen sólo algunas de las fuentes de financiamiento de los diferentes sectores incluídas en el modelo global, pero al sectorializar éste podrán hacerse explícitos los flujos financieros entre los sectores, a través de los cuales realizan traspasos los sectores con excedentes hacia los deficitarios. Por lo tanto no bastará programar los flujos del sector monetario al resto de la economía, sino que se deben regular en conjunto con el resto del financiamiento que se alcanza utilizando fuentes internas, obteniendo traspasos directos de otros sectores no bancarios o acudiendo a intermediarios financieros.

^{3/} Para este capítulo se ha seguido de cerca el documento de trabajo presentado por el Depto. de Estudios Económicos del Banco Central de Honduras, bajo el título "Análisis Monetario relacionado con el ingreso Modelo Global y por sectores", a la VI Reunión de Técnicos de Bancos Centrales - Guatemala 1960.

3. Se pueden estudiar los flujos financieros ligándolos a una variable estratégica - como lo es la inversión real - a través del esquema de "cuentas de fuentes y usos de fondos", clasificando adecuadamente las fuentes y usos de modo que se puedan desglosar las variables financieras introducidas en el modelo global y las que surgen al incorporar el resto del mercado de capitales.

4. Por otro lado, la apertura del desglose sectorial debe ser tal que facilite programar las áreas sobre las cuales actuarán los instrumentos de la política monetaria y crediticia (monto del redescuento del Banco Central, encaje legal, etc.). Ello obliga a separar en tres sectores el mercado financiero. Dos pertenecen al sector monetario, creador de dinero: Banco Central y resto del sistema bancario; el tercero agrupa a las instituciones financieras no bancarias.

Como el modelo global permite fijar el aumento en la cantidad de dinero, habrá que emplear determinados instrumentos de política monetaria y crediticia que permitan alcanzar este volumen de dinero a través de instrumentos selectivos; esto se facilita al separar el Banco Central del resto del mercado bancario, de modo que se pueda cuantificar el monto que deben mantener los bancos comerciales por concepto de encaje legal, los redescuentos que reciben, etc. transacciones que se consolidarían al trabajar con un sólo sector bancario.

5. Aún más, convendría desglosar los bancos comerciales, de manera que se puedan separar las operaciones que realizan los bancos del gobierno, cuya política de colocaciones está más fácilmente ligada a los planes de desarrollo.

En el mercado financiero no bancario, convendría separar aquellas instituciones tradicionales de las instituciones de fomento. Por otra parte, algunas instituciones se caracterizan por captar ahorros de sectores bien definidos a través del empleo de determinados instrumentos financieros, destinando estos fondos a financiar actividades específicas. Este es el caso de las Asociaciones de Ahorro y Préstamos, por ejemplo. Convendría separar estas instituciones para ligarlas a las metas físicas de los sectores

/que financian,

que financian, con lo que su importancia y volumen de operaciones quedan vinculadas a los planes físicos de sectores específicos.

6. Sectores que se incluyen en el modelo.

En una primera aproximación se han incluido 7 sectores,

- 1) Familias f.
- 2) Empresas, excluidas instituciones financieras e.
- 3) Gobierno g.
- 4) Exterior x.
- 5) Instituciones financieras no bancarias F.
- 6) Banco Central BC.
- 7) Resto sector monetario bc.

Se estudia para cada sector las fuentes de financiamiento y los usos a que las destina, introduciendo una clasificación que permita ligar el financiamiento a las variables monetarias, cuyo valor se ha determinado en el modelo global, y a variables financieras no monetarias que sean relevantes para permitir fijar medidas de política financiera.

7. Desglose de las transacciones financieras:

Para un sector j se tienen como fuentes de financiamiento: el ahorro del propio sector (A_j), el financiamiento obtenido del mercado no bancario interno (FNB_{ij}), la parte captada por el sector de la variación en la monetización externa: préstamos, inversiones extranjeras, etc., provenientes del exterior, en términos netos (ΔMC_{xj}), y el financiamiento neto obtenido a través de operaciones con los bancos comerciales y el Banco Central, préstamos, ventas de activos, etc. ($\Delta MC_{ij,bc}$) y ($\Delta MC_{ij,BC}$).

Estas fuentes serán empleadas en: inversiones reales en activos nuevos (I_r), variación de depósitos en cuenta corriente y a la vista (ΔD_d), variación de la caja (ΔD_p), inversión financiera, en que se incluirían las compras de activos ya existentes y se excluirían las variaciones de liquidez (I_f).

El cuadro adjunto indica las ecuaciones de balance entre usos y fuentes para cada sector, en que el primer sub-índice de cada variable señala el sector que recibe financiamiento y el segundo, el que lo otorga.

Para el sector exterior, se tiene la misma ecuación incluida en el

/modelo global,

pero se ha desglosado el destino sectorial de la variación en la monetización crediticia externa. Como se ha desglosado el sector monetario en Banco Central y bancos comerciales, se señala el sector monetario afectado por la variación de activos internacionales.

El desglose del sector monetario permite hacer explícito el monto de redescuento otorgado por el Banco Central a los bancos comerciales ($R_{bc,BC}$), los depósitos de los bancos comerciales en el Banco Central ($C_{BC,bc}$), etc.

6. Las variables introducidas en el desglose de las fuentes y usos de fondos de cada sector, están ligadas a los planes sectoriales físicos, de ingreso y de financiamiento monetario global.

a) Los requerimientos de inversión real del sector j , (I_r), se han determinado en el plan físico sectorial. Su monto es función de la meta de producción bruta, de la cantidad y grado de utilización del capital existente, del coeficiente de depreciación sectorial, etc.

Un sector productivo puede aumentar su capacidad instalada comprando activos nuevos (parte de la inversión bruta de la economía) adquiriendo activos existentes de otros sectores (transacciones que hemos incluido aquí en I_r , para separarlas de las compras en cuenta de capital de una parte de la producción del período). Si estas transacciones entre sectores fuera de un volumen importante convendría desglosar I_r .

b) El ahorro del sector j (A_j) se ha determinado en j su cuenta corriente, como saldo entre ingresos y egresos corrientes. Forma parte del plan de ingresos, en que se han proyectado las cuentas corrientes para el próximo período, determinándose la política de salarios, transferencias, tributación, etc., que afectan directamente a las variables incluidas en ellas.

Por otra parte, el monto de ahorro puede ser afectado por los cambios que se introduzcan en el mercado de capitales. Se supone aquí, en una primera aproximación, que él constituye una variable exógena del modelo financiero.

c) La monetización crediticia externa del sector j (ΔMC_x) dependerá de lo que capte el sector del flujo de préstamos e ingresos j netos en cuenta de capital que se reciban del exterior.

/Al proyectar

Al proyectar ΔMC_x ya se habrá tomado en cuenta, aún cuando en términos muy amplios, las posibilidades de financiamiento externo de los diferentes sectores, los préstamos en trámite, las amortizaciones comprometidas, etc.

d) Las variaciones de liquidez que requiera el sector j (aumentos de depósitos y de billetes y moneda $\Delta D_d + \Delta D_p$) estarán relacionadas - en el caso de los sectores productivos - d_j con el p_j volumen de incremento en la producción, las ventas, las modalidades de pagos, etc. Se podrían estimar coeficientes liquidez-ventas o liquidez-producción bruta para el sector j , modificados por los cambios en las modalidades de compra y ventas del sector.

La suma de los incrementos de liquidez requeridos por los sectores debe ser igual al aumento de dinero proyectado en el modelo global.

e) La inversión financiera del sector j (I_f) incluye compras de activos físicos existentes (aún cuando éstas constituyen incrementos de activos reales para el sector comprador y disminución de los mismos para el sector vendedor, se ha querido separar la parte de los usos que se relacionan con la inversión bruta del período, que es un dato del modelo global físico) y excluye los aumentos de liquidez (que están ligados a una variable proyectada en el modelo monetario global).

Una parte de la inversión financiera de las empresas, las variaciones de créditos otorgados, puede proyectarse en función de los aumentos de producción y de sus modalidades de venta.

f) Quedan aún sin proyectar dos variables: el financiamiento monetario interno (ΔMC_{ij}) y el financiamiento que el sector obtendría el resto del mercado de capitales.

Se puede estudiar cuál es el monto de financiamiento que el sector puede captar el mercado de capitales tradicional y cuánto es lo que necesitará de las instituciones de fomento. Esto, principalmente para aquellos sectores productivos que el plan califique como estratégicos.

El monto de la variación en la monetización crediticia interna que la política monetaria debe orientar hacia el sector j (ΔMC_{ij}) será función, entre otros, de los requerimientos de liquidez y de capital circulante del

/sector, las

sector, las que están ligadas a variables ya mencionadas más arriba.

9. Como en el modelo monetario global ya se ha determinado ΔMC_1 , ΔMC_x , ΔQ , ΔD , etc., se requiere que todas estas variables estén desglosadas. Ello implica proyectar la composición de los activos y pasivos del sistema bancario y sus componentes: Banco Central y bancos comerciales, permitiendo, de este modo, introducir explícitamente las diferentes políticas que habrá que aplicar al determinar las magnitudes y la composición sectorial de las variables monetarias.

El análisis del financiamiento que tiene que proveer el mercado de capitales dará un marco de referencia que permita determinar el tipo de instituciones a desarrollar en dicho mercado, así como los instrumentos financieros que se deben introducir, según sean los sectores de los cuales se desea captar ahorros y los sectores a los cuales el mercado de capitales debe transferir ahorros.

10. La sectorialización del modelo debe proseguir. En otras partes del escrito se han mencionado algunas de las líneas a seguir. Asimismo, debe pensarse en la introducción de relaciones funcionales entre las variables consideradas y la explicitación de los instrumentos de política características del área en estudio.

Dentro del proceso de sectorialización aludido, junto al desglose del financiamiento no bancario por tipo de instrumento, y la consideración en detalle - a través del presupuesto monetario - del sector y la política monetaria, hay que hacer especial hincapié en el desglose de otros dos sectores: empresas y familias.

a) Desagregación del sector empresas en:

- i) Empresas del sector público
- ii) Empresas privadas consideradas estratégicas
- iii) Empresas cuyas actividades se desea restringir empleando instrumentos financieros
- iv) Resto de las empresas

Al tener desglosado de este modo el sector empresas se podría, por ejemplo, fijar una política crediticia restrictiva para las empresas del

/grupo iii)

grupo iii) y simultáneamente asegurar el financiamiento de las empresas consideradas estratégicas, tomando en consideración las posibilidades de obtención de financiamiento no bancario, la política respecto a distribución de utilidades de cada sector, etc.

b) Desagregación del sector familias en estratos de ingresos y/o categorías funcionales.

Lo anterior permitiría estudiar la composición del consumo de cada estrato, cuáles ahorran o desahorran, qué tipos de consumo son financiados con créditos y qué estratos gozan de él, quiénes otorgan estos créditos, etc.

Se tendrían antecedentes para fijar, por ejemplo, una política de compresión de ciertos rubros de consumo a través de una política restrictiva sobre los créditos de consumo, fijando plazos máximos a las ventas a créditos, porcentajes mayores de pago inicial, etc. Estas medidas actuarían sobre las facilidades legales de los empresarios para otorgar créditos, pero se podría actuar también, o simultáneamente, sobre su capacidad financiera para concederlos.

ANEXO I

MODELO FINANCIERO DE CORTO PLAZO

1. $MP = r \cdot pnb \left(1 + \frac{\Delta P}{P}\right)$
2. $\Delta MP = MP_{k-1}$
3. $F = pnb \left(1 + \frac{\Delta P}{P}\right) - bd \left(1 + \frac{\Delta P}{P}\right)$
4. $\Delta MC = \Delta MP - F$
5. $\Delta MC = \Delta MC_i + \Delta MC_x$
6. $\Delta MC_x = Q - F$
7. $\Delta MC + \left[r_{k-1} pnb_{k-1} - r_k pnb_{k-1} \right] = (r_k \Delta pnb + r_k pnb_k \frac{\Delta P}{P}) - F$
8. $\Delta MC_i = \Delta MC_{i_p} + \Delta MC_{i_e} + \Delta MC_{i_g}$
9. $ib \left(1 + \frac{\Delta P}{P}\right) = I_r + I_e + I_p$
10. $ib \left(1 + \frac{\Delta P}{P}\right) = A_g + A_e + A_p - F$
11. $I_{r_g} = A_g + \Delta MC_{i_g} + FNB_g - I_{f_g}$
12. $I_{r_e} = A_e + \Delta MC_{i_e} + FNB_e - I_{f_e}$
13. $I_{r_p} = A_p + \Delta MC_{i_p} + FNB_p - I_{f_p}$
14. $\Delta pnb = pnb_k - pnb_{k-1}$

Variables del modelo financiero

Para un período k, excepto que se señale otro período

MP = cantidad de medios de pago

r = coeficiente de liquidez

pnb = producto nacional bruto a precios del año k-1

- $1 + \frac{\Delta P}{P}$ = índice de precios con base en el período k-1
- ΔMP = incremento de la cantidad de medios de pago
- F = saldo balanza de pagos en cuenta corriente
- bd = bienes disponibles a precios del año k-1
- ΔMC = incremento de la monetización crediticia
- ΔMC_i = incremento de la monetización crediticia interna
- ΔMC_x = incremento de la monetización crediticia externa
- ΔMC_{ip} = incremento de la monetización crediticia, sector personas
- ΔMC_{ie} = incremento de la monetización crediticia, sector empresas
- ΔMC_{ig} = incremento de la monetización crediticia, sector gobierno
- Q = variación de reservas internacionales a precios corrientes
- i_b = inversión bruta interna a precios del año k-1
- I_{rg} = inversión real del sector gobierno
- I_{re} = inversión real del sector empresas
- I_{rp} = inversión real del sector personas
- A_g = ahorro del gobierno
- A_e = ahorro de las empresas
- A_p = ahorro de las personas
- I_{fg} = inversión financiera del gobierno
- I_{fe} = inversión financiera de las empresas
- I_{fp} = inversión financiera de las personas
- FNB_g = financiamiento no bancario del gobierno
- FNB_e = financiamiento no bancario de las empresas
- FNB_p = financiamiento no bancario de las personas
- Δpnb = incremento del producto nacional bruto real

La relación (1) señala que la cantidad de medios de pago de un período es una proporción del producto nacional bruto a precios corrientes, que está dada por el valor del coeficiente de liquidez.

La relación (2) indica que, conocidos los medios de pago del período $k-1$, la obtención de su volumen en el período k a través de la relación (1) permite determinar la magnitud del incremento de éste.

El saldo de balanza de pagos en cuenta corriente se muestra en la relación (3) como una diferencia entre el producto nacional bruto y los bienes disponibles, ambos valorados a precios corrientes. El saldo surge como una diferencia entre los ingresos generados en el período (cuantificados a través del producto nacional bruto) y los gastos efectuados para adquirir bienes de consumo e inversión.

La relación (4) determina la parte del incremento de medios de pago generada por una expansión del crédito para lo cual se resta, al total de aumento, el saldo de balanza de pagos en cuenta corriente que corresponde al dinero creado por un exceso de ingresos sobre gastos en bienes disponibles. Como ya se ha explicado, este saldo en cuenta corriente será convertido normalmente en moneda nacional originando una expansión de los medios de pago.

La relación (5) desglosa la monetización crediticia interna y externa.

La externa corresponde a la parte del saldo de balanza de pagos en cuenta corriente que no fue necesario cubrir acudiendo a las reservas internacionales. Corresponde a los ingresos netos provenientes del exterior por concepto de donaciones, préstamos, inversiones y otros. (Relación 6)

La relación (7) es de balance y muestra en su primer miembro las fuentes de financiamiento monetario de la economía.

La monetización crediticia representa una primera fuente de financiamiento.

Los cambios en el coeficiente de liquidez originan cambios en los requerimientos monetarios de un período a otro, por lo cual surge una segunda fuente de financiamiento monetario que agrega o quita liquidez. En efecto, si la cantidad de medios de pago en el período $k-1$ era igual a $r_{k-1} \cdot pnb_{k-1}$, alteraciones en el valor del coeficiente

* $BD = PNB + M - X = C + I$
 $PNB - BD = X - M = F$
 $\therefore F > 0$ si $PNB > BD$

implicarán cambios en la cantidad de medios de pago que se necesita en el período k para adquirir $pnb_{k-1}(1 + \frac{\Delta P}{P})_{k-1}$, liberando una determinada cantidad de dinero (si los requerimientos disminuyen), la que se agrega a la monetización crediticia creada en el período.

En el segundo miembro de la ecuación se desglosan los factores de absorción del financiamiento monetario: incremento del producto real, variaciones en el índice de precios y saldo de balanza de pagos.

En la ecuación siguiente se desglosa la monetización crediticia interna, por sectores de destino de ésta. Ella surge debido a las operaciones netas con el sistema bancario que realizan los sectores nacionales: familias, gobierno y empresas, para obtener financiamiento.

La relación (9) muestra la inversión real en activos nuevos efectuada por cada uno de los sectores mencionados.

Por otro lado la inversión interna bruta es igual a la suma de ahorros efectuados durante el período por los sectores nacionales y el exterior, lo que se indica en la relación (10). El ahorro en cuenta corriente del sector externo es equivalente al saldo de balanza de pagos en cuenta corriente del país, con signo contrario.

Las relaciones 11, 12 y 13 señalan que el total de "usos" en cuenta de capital de un sector (inversión real y financiera) es cubierta por el total de fuentes, las que se han desglosado en: ahorro del propio sector (fuentes internas), financiamiento bancario (parte de la monetización crediticia interna) y financiamiento no bancario (provisto por el resto del mercado de capitales).

ANEXO II

VARIABLES QUE INFLUYEN SOBRE EL COMPORTAMIENTO DEL COEFICIENTE DE LIQUIDEZ

El coeficiente de liquidez utilizado en los modelos hasta ahora planteados, representa una magnitud global. Como tal, es la resultante de los coeficientes de liquidez propios de cada uno de los sectores y/o grupos que participan en el proceso económico. Esto implicaría la necesidad de realizar un estudio ad-hoc, dada la forma en que pequeñas variaciones del coeficiente, afectan el financiamiento monetario. Esto se debería realizar en el momento de plantear los modelos de financiamiento monetario-sectoriales. Por de pronto, se pasa a describir una serie de elementos que influyen de manera general en el comportamiento del coeficiente, diferenciando entre variables de largo y corto plazo.

1. Largo plazo

a) Grado de incorporación al mercado monetario de las economías domésticas (de trueque o precapitalistas). Este elemento actúa en el sentido de aumentar el valor del coeficiente.

b) Nivel de desarrollo del sistema financiero-crediticio y grado en que lo utiliza la comunidad. En este caso la relación es inversa: a mayor desarrollo del sistema, menor tenderá a ser el coeficiente.

c) Formas de organización de las industrias. Una integración de tipo vertical por ejemplo tenderá a disminuir el coeficiente de liquidez.

d) Sistemas de pagos, vale decir, la frecuencia y regularidad en que se dan los ingresos y los gastos.

Mientras mayor sea la frecuencia y la regularidad de ingresos y gastos y menor sea el tiempo que transcurre entre un ingreso y un gasto, menor será el valor del coeficiente y vice-versa.

Importa destacar aquí, la influencia de la desocupación, principalmente la de tipo estacional.

2. Corto plazo

a) Expectativas respecto al comportamiento de los precios. Si las expectativas son a la baja, la liquidez tiende a subir y vice-versa.

b) Expectativas respecto a ingresos futuros. Si los ingresos esperados son mayores, el coeficiente tiende a la baja e inversamente.

c) Experiencia inflacionaria o deflacionaria. Cualquiera de las dos situaciones pueden condicionar un comportamiento frente a la liquidez, que responda con retardo a cambios en el juego de datos (precios, ingresos) que condicionan la liquidez real.

d) Magnitud del déficit fiscal y características de su financiamiento.

e) Fluctuaciones en el precio y quantum de exportaciones e importaciones. Magnitud del saldo de la balanza de pagos, monetización crediticia externa y variación de reservas.

CUADRO I. EVOLUCION DEL COEFICIENTE DE LIQUIDEZ EN EE.UU.

Año	r	Año	r'	Año	r'
1892	0,31	1800	0,05	1915	0,56
1895	0,28	1810	0,08	1920	0,57
1900	0,33	1820	0,10	1925	0,65
1905	0,37	1830	0,12	1930	0,72
1910	0,33	1840	0,15	1935	0,86
1915	0,31	1850	0,15	1940	0,82
1920	0,34	1860	0,15	1945	0,75
1925	0,34	1870	0,19	1947	0,81
1930	0,33	1880	0,37	1948	0,76
1935	0,44	1890	0,48		
1940	0,48	1900	0,51		
1945	0,52	1905	0,57		
1947	0,53	1910	0,56		

r = billetes y monedas más depósitos a la vista sobre ingreso nacional

r' = incluye además, depósitos a plazo

Fuente: A. Hansen - Teoría Monetaria y Política Fiscal.

COEFICIENTE DE LIQUIDEZ**

$$r = \frac{MP}{PNB}$$

	<u>1953</u>	<u>1954</u>	<u>1955</u>	<u>1956</u>	<u>1957</u>	<u>1958</u>	<u>1959</u>	<u>1960</u>	<u>1961</u>
Argentina	0.337	0.351	0.352	0.335	0.294	0.312	0.197*	0.201*	0.202*
Brasil	0.289	0.273	0.257	0.247	0.279	0.274	0.226* 0.275	0.223	0.217*
Costa Rica	0.171	0.176	0.167	0.161	0.162	0.183	0.159* 0.162	0.155*	-
Cuba	0.420	0.421	0.432	0.437	0.407	0.425	0.491	-	-
Ecuador	0.120	0.125	0.111	0.125	0.121	0.117	0.117* 0.121	0.119*	0.118
Guatemala	0.168	0.157	0.154	0.167	0.178	0.164	0.161* 0.173	0.152*	0.148*
Honduras	0.105	0.119	0.097	0.105	0.092	0.088	0.088* 0.087	0.084*	0.082*
México	0.143	0.136	0.128	0.127	0.124	0.120	0.117* 0.130	0.119*	0.121*
Paraguay	-	-	-	0.118	0.095	0.103	0.102* 0.097	0.097*	0.091*
Perú	0.137	0.134	0.125	0.133	0.130	0.127	0.125* 0.130	0.122	0.125*
Venezuela	0.164	0.153	0.155	0.162	0.189	0.186	0.161*	0.136	0.133*

* Fuente: Aspectos monetarios de las economías latinoamericanas. 1961.

** Fuente: Aspectos monetarios de las economías latinoamericanas. 1959.

CUADRO II. COEFICIENTE DE LIQUIDEZ PARA ALGUNOS PAISES (1937-51)

PAIS	1937	1938	1939	1940	1941	1942	1943	1944	1945	1946	1947	1948	1949	1950	1951
México	0.13	0.14	0.15	0.17	0.19	0.21	0.26	0.25	0.22	0.18	0.16	0.17	0.17	0.20	-
Chile	-	-	-	0.18	0.12*	0.17	0.17	0.17	0.17	0.19	0.17	0.17	0.16	0.16	-
Colombia	-	-	0.13	0.15	0.16	-	-	-	0.24	0.25	0.22	0.21	0.21	-	-
Perú	-	-	-	-	-	0.25	0.30	0.31	0.29	0.21	0.28	0.24	0.20	-	-
Brasil	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.35	0.33	0.20	-	-
Cuba	-	-	0.30	-	-	-	-	-	0.62	0.63	0.57	0.61	0.71	0.75	0.76
Argentina	0.26	0.34	0.35	0.33	0.38	0.33	0.34	0.32	0.55	0.53	0.50	0.57	-	-	0.38
Venezuela	0.17	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.21	-	0.21	0.22	0.22
Turquía	-	0.22										0.21	0.24	0.24	0.24
U.S.A.	0.40	0.41	0.49	0.52	0.46	0.45	0.46	0.49	0.56	0.61	0.63	0.58	0.49	0.51	0.44
Reino Unido	0.36	0.34	0.35	0.37	0.40	0.41	0.44	0.49	0.53	0.56	0.51	0.50	0.50	0.49	0.47

* Cifra dudosa.

Fuente: Alexandre Chabert: "Structure Economique et Théorie monétaire". Pág.136.

