

Chapter Title: TRES LUSTROS DE EXPERIENCIA MONETARIA EN MÉXICO: ALGUNAS ENSEÑANZAS

Book Title: Ensayos sobre economía

Book Author(s): VÍCTOR L. URQUIDI

Book Editor(s): Saúl Trejo Reyes

Published by: El Colegio de Mexico

Stable URL: <https://www.jstor.org/stable/j.ctv513bv4.7>

---

JSTOR is a not-for-profit service that helps scholars, researchers, and students discover, use, and build upon a wide range of content in a trusted digital archive. We use information technology and tools to increase productivity and facilitate new forms of scholarship. For more information about JSTOR, please contact [support@jstor.org](mailto:support@jstor.org).

Your use of the JSTOR archive indicates your acceptance of the Terms & Conditions of Use, available at <https://about.jstor.org/terms>



This content is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International License (CC BY-NC-ND 4.0). To view a copy of this license, visit <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>.



*El Colegio de Mexico* is collaborating with JSTOR to digitize, preserve and extend access to *Ensayos sobre economía*

JSTOR

## TRES LUSTROS DE EXPERIENCIA MONETARIA EN MÉXICO: ALGUNAS ENSEÑANZAS\*

La historia de la humanidad está regada de escombros de dogmas prematuramente implantados y después abandonados. Apenas en época relativamente reciente ha aprendido el hombre la dura lección de la humildad frente a los hechos combinada con audacia para imaginar sus posibles interrelaciones.

(H.A. Larrabee, *Reliable Knowledge*)

### I

Para todo aquel que haya observado con cierta inquietud el constante aumento de nuestro medio circulante y los precios en los últimos años, el fin de la guerra presagia el principio de lo que puede ser un cambio radical en la situación. No sabemos con qué rapidez se producirá este cambio, ni tampoco podemos prever con qué intensidad nos afectará. Sin embargo, nuestra experiencia en los últimos quince años en materia monetaria y de crédito no ha sido inútil, por más que no siempre hemos podido poner en práctica medidas de regulación suficientemente meditadas, ya que los hechos se han desarrollado con un ritmo exigente, bien superior al lento paso con que se han digerido las teorías.

Es posible que en los próximos años, los hechos nos obliguen nuevamente a proceder con menos calma de la que quisiéramos, pues no tenemos facultades para adivinar lo que va a ocurrir. Mas quizá sea siempre ese el destino de las autoridades monetarias de un país: resolver los problemas un poco sobre la rodilla, conforme se van presentando, al calor del momento y no con la frialdad de un hombre de ciencia que se encierra veinte años en su laboratorio hasta encontrar la solución de un problema. El laboratorio humano que es el sistema económico y social es demasiado grande y complejo para que un solo grupo de investigadores pueda conocer a fondo todo su instrumental y equipo y esté siempre al tanto de lo que hacen los otros grupos de investigadores. Quienes se ocupan de asuntos

\* Publicado en *Mesa redonda. Problemas de moneda y crédito*, ponencia presentada en el Segundo Congreso Mexicano de Ciencias Sociales, México, 1946.

monetarios, aun suponiendo que saben todo lo que a ellos atañe —y más vale ser modestos—, no son más que uno de esos grupos; su campo de acción es por fuerza limitado, su efectividad lo es más y se ven obligados a proceder por tanteos.

No obstante, con todo y las eternas incertidumbres que nos depara el porvenir, no estamos hoy tan desprevenidos como en otras épocas. En tres lustros hemos visto una gran crisis económica (1929-1933), una recuperación impulsada por factores tanto externos como internos (1934-1937), un corto periodo de semicrisis (1938-1940) y un auge, originado en su mayor parte por la guerra, que ha llevado nuestros índices estadísticos a alturas jamás alcanzadas en nuestra historia. De esta experiencia tan variada hemos obtenido muchas enseñanzas que nos servirán para afrontar más eficazmente los sucesos por venir. El objeto de este estudio es tratar de señalar algunas de esas enseñanzas en el terreno monetario; no se pretende que sea un estudio completo, sino, más que nada, una interpretación de algunos hechos significativos.

## II

Antes de entrar en materia, sin embargo, será conveniente dejar sentados algunos conceptos en relación con el dinero y sus limitaciones como instrumento social, tanto para aplacar a los críticos que pudieran negarle funciones activas como para desilusionar de antemano a los optimistas que quisieran pasar por alto las realidades fundamentales de la economía.

Es difícil ceñirse al tema de la moneda, porque ésta es una especie de cortina de humo que, en último caso, sólo nos expresa las relaciones de escasez en términos de un denominador común, de modo que cuando las autoridades monetarias se esfuerzan por regular la cantidad de medio circulante y el volumen de crédito, en el fondo están tratando de influir en un gran número de magnitudes —ofertas y demandas de mercancías y factores de la producción, tasas de interés, preferencias psicológicas, etc.— sin saber a ciencia cierta en cuáles de ellas influyen ni en qué medida. Claro que la teoría y la práctica monetarias han adelantado y se apartan cada vez más de las burdas ideas cuantitativas para actuar cualitativamente; pero la regulación cualitativa del crédito, por ejemplo, por más refinada que sea su ejecución, tiene alcances muy limitados en cuanto que es muy difícil precisar de antemano en qué sectores de la economía puede repercutir en un momento dado. En términos generales, las medidas monetarias tienden a producir efectos poco exactos, de mera cantidad, y por tanto exigen un complemento eficaz en la política fiscal, instrumento cada día más importante, ensayado en gran escala en Estados Unidos e

Inglaterra durante la guerra, pero aun no utilizado en México. Mientras la primera puede compararse con un bombardeo por mil aviones que destruye lo bueno junto con lo malo, la política fiscal se asemeja a un bombardeo de precisión dirigido a objetivos malignos concretos (la falta de política quizá tendría efectos de bomba atómica). Si sólo se hubiera recurrido a medidas monetarias, es dudoso que Estados Unidos e Inglaterra hubieran podido evitar inflaciones ruinosas durante los últimos años.

Que la guerra no se hace con dinero, sino con recursos reales, es cosa no ignorada por los economistas, pero que apenas en época reciente va trascendiendo al público y a algunos libros de texto elementales. La guerra total ha requerido una movilización de todos los recursos —equipo, mano de obra, etc.— para destinar a las fuerzas militares y sus auxiliares la mayor proporción posible de la producción nacional. Ante fin tan imperativo, no se ha escatimado medio alguno, y la regulación monetaria ha sido sólo uno de tantos medios, quizá de poca importancia relativa. Pero ¿y el objetivo de tiempos de paz, que en unos países se llama “ocupación plena” y en otros “mayor nivel de vida” o “desarrollo económico”, no exige en el fondo una movilización total de los recursos? Por tanto, ¿no está claro que, cualquiera que sea el grado de dirección e intervención estatales, la regulación monetaria por sí sola no va a permitir alcanzar el objetivo señalado?

No corresponde indicar aquí si basta añadir a la política monetaria la fiscal y la de obras públicas, como parece opinarse en Estados Unidos, o la fiscal y la regulación del volumen de inversiones, con cierta dosis de nacionalización y de control sobre ciertas actividades, como en Inglaterra, o todo lo anterior más la abolición de la propiedad privada de los medios de producción. Mas sí cabe subrayar las limitaciones severas del arma puramente monetaria, limitaciones que la experiencia confirma, pues mediante expansión o contracción del volumen de dinero y de crédito no se ha logrado hasta ahora eliminar las fluctuaciones cíclicas con su cauda de desocupación alternando con inflación. En el futuro, la política monetaria está llamada a desempeñar un papel relativamente menos importante, y parece ser que quedarán bastante desacreditadas las teorías simplistas según las cuales una expansión monetaria (con o sin déficit del presupuesto) hace desaparecer la desocupación o una expansión e inflación es un medio de provocar el desarrollo rápido de una economía, su industrialización, su capitalización, etc. Por lo que hace a países como los nuestros, quizá lo primero que debieran hacer los gobiernos en el periodo de transición por el que ya se empieza a pasar sea remozar y rectificar sus sistemas fiscales, hacerlos más flexibles, para emplearlos como instrumento económico complementario de otros en vez de que sean meros mecanismos recaudadores de impuestos.

Señalada la primera gran limitación de la política monetaria —su imprecisión y su insuficiencia—, se hace más fácil referirse a las cuestiones monetarias con mayor desenvoltura, y se está a salvo de la crítica de que “la moneda no lo puede todo”; pues reconocida esta verdad, puede hablarse de las complicaciones y minucias técnicas de la regulación monetaria y de las limitaciones de distintos métodos de regulación *dentro* de la limitación más general a que está sujeta la acción monetaria. Porque aparte de regular la moneda y el crédito, importa preguntar si en determinado momento las autoridades monetarias actúan bien o mal (o simplemente no ejercen regulación fuera de la que de manera más o menos automática realiza el sistema bancario). E importa preguntarlo porque el dinero es un instrumento social. La falta de regulación, que puede llevar a una inflación desbocada o a una penuria monetaria extrema, puede acabar con los medios de vida y con la vida misma de grandes sectores de la población o alterar profunda e inconvenientemente la estructura social y económica de un país. Por otra parte, una política monetaria —en tanto exista una serie de medidas más o menos coherentes a las que pueda atribuirse esta expresión— puede producir efectos antisociales que contrarresten sus finalidades más visibles, no obstante tener por mira aparente el mejoramiento de una economía; así, una expansión destinada a promover la actividad y dar empleo a la gente puede, por falta de moderación, terminar en inflación, reduciendo el ingreso real del sector obrero y agrícola de un país y permitiendo a los capitalistas y emprendedores embolsarse ganancias cada vez mayores. Es concebible, y ha ocurrido en muchos lados, que una expansión monetaria y crediticia encaminada a sacar al país de la depresión acabe por hacer más desigual la distribución de los ingresos, haciendo así más difícil la atenuación de las fluctuaciones cíclicas, porque se acumula en pocas manos un volumen de fondos que puede ser muy inestable.

Pero para hacer buena política monetaria se necesita disponer de buenas armas de regulación. Haciendo referencia a los países de América Latina, es evidente que las armas de que disponen son bastante rudimentarias en la mayoría de ellos, principiando por la conocida falta de mercados monetarios desarrollados que permitan al banco central —si existe— o a la Tesorería actuar sobre el volumen de fondos líquidos que hay disponibles para gastar en inversión o en consumo. Después del fracaso de la tasa de redescuento como arma de regulación, se han perfeccionado otros instrumentos, ya sea en un país o en otro, con o sin ayuda del control de cambios, a saber: operaciones de mercado abierto, variación de los porcentos de reserva obligatoria que los bancos de depósito y ahorro deben guardar en el banco central, control cualitativo del crédito, persuasión moral, topes de cartera, etc. Pero, como quiera que sea, ni antes de la guerra, ni durante ella, han podido las autoridades monetarias, en

general, regular muy eficazmente el volumen de crédito (haciendo abstracción de la frecuente falta de coordinación de la política monetaria con la política financiera y presupuestal de los gobiernos). Se trata de un camino muy poco andado aún y que es preciso conocer mejor en el futuro, aprovechando la experiencia anterior. Y se requerirá para ello no sólo mayores conocimientos y habilidad por parte del profesor —las autoridades monetarias—, sino mejor comportamiento y más disciplina por parte de los alumnos —los bancos y el público— hasta lograr una armonía que facilite la coordinación de la política monetaria con la fiscal y otras medidas.

El dinero no puede ser pasivo en la economía; es peligroso, por otra parte, que sea excesivamente activo. He ahí el dilema de la regulación monetaria. El arma monetaria no es todopoderosa, ni es una panacea. Con ayuda de ciertas circunstancias, puede surtir efectos muy saludables; no existiendo ellas, puede ser un factor de perturbación, causante parcial de grandes desajustes y aun de injusticia social.

En el caso concreto de México, ¿cómo podremos perfeccionar la política en el futuro? Veamos antes cuál ha sido nuestra experiencia reciente.

### III

A principios del año de 1932, México, como tantas otras veces en su historia, sufría en todo su rigor las consecuencias de una gran crisis gestada en el exterior. Las exportaciones, que en 1929 ascendieron a 274.6 millones de dólares, en 1931 alcanzaron apenas 150.9 millones. Los precios de los minerales, cuya exportación constituía entonces del 70 al 75 por ciento de la exportación total mexicana, tuvieron bajas en el extranjero de 40 a 60 por ciento. México había visto reducirse o desaparecer muchos mercados que dependían directamente del nivel de actividad industrial en Estados Unidos y otros países. Estas pérdidas, a su vez, provocaron una contracción de los mercados internos y una precipitación de la baja de los precios en el país. Durante 1930 y 1931 se suspendió la actividad en un gran número de fábricas, quebraron muchas compañías, se acumularon grandes existencias de artículos que no era posible vender y quedaron sin trabajo y, en consecuencia, sin ingresos, miles de obreros. La producción minera, petrolera e industrial se redujo considerablemente, con graves repercusiones sobre el volumen de demanda efectiva y sobre los ingresos de los ferrocarriles y del Estado.

La crisis, por otra parte, sorprendió al país con un sistema monetario poco elástico y poco organizado, basado en el patrón oro. El banco central todavía

operaba directamente con el público y no desempeñaba su función de regulador de la circulación monetaria, ni vigilaba el volumen de crédito de los bancos privados en forma suficientemente amplia para contrarrestar o atenuar los males que venían del exterior. El sistema bancario no se hallaba bien integrado, puesto que los bancos comerciales no estaban obligados a asociarse al Banco de México, y aun había muchos bancos extranjeros sin capital constituido en el país. El crédito favorecía casi exclusivamente a las operaciones comerciales a corto plazo. El sistema fiscal, además, adolecía de defectos en la recaudación, de duplicaciones, de falta de centralización, etc.

Puede decirse que la crisis fue total. Fue una crisis del comercio exterior, de la producción, de las finanzas públicas, del sistema monetario y de la banca. La crisis financiera fue particularmente dura, pues todos los demás factores repercutían directamente en los ingresos fiscales. El gobierno se vio precisado a reducir sus gastos enérgicamente, y esto a su vez hubo de ejercer una influencia deprimente en la economía.

A consecuencia de todo lo anterior se experimentó una enorme escasez de dinero y una severa restricción del crédito. El peso plata se depreció respecto del oro y, posteriormente, con relación al dólar y otras divisas. La situación era de gran incertidumbre y desconfianza, y ello, unido a la especulación en el mercado de cambios, dio lugar a que el público retirara sus depósitos de los bancos, y además, atesorara la moneda de plata y de oro en circulación.

En 1931, el gobierno se vio obligado a tomar una serie de medidas restrictivas de carácter deflacionario que agravaron la situación momentáneamente; pero quizá era el único camino posible, a menos que se hubiera optado por el control de cambios y una considerable depreciación del peso frente al dólar. Sin duda se creía entonces que el mundo exterior saldría pronto de la crisis<sup>1</sup> y se confiaba en que esta posible influencia favorable, junto con una política de depresión de los precios internos, pondría en juego el mecanismo por el que la balanza de pagos recobra una situación de equilibrio. La exportación habría

<sup>1</sup> A este respecto, interesa señalar que en la Memoria de la Secretaría de Hacienda de septiembre de 1930 no hay el menor asomo de que en breve vendría una crisis tremenda, ni de que pocos meses antes había principiado la crisis en el extranjero. Y en Argentina, según afirma V. Salera (*Exchange Control and the Argentine Market*, p. 52), refiriéndose al año de 1931, “no puede decirse que las autoridades monetarias... revelaran, al menos en fuentes publicadas, una comprensión firme de la naturaleza de las fuerzas que afectaban adversamente el peso”. En cambio, una organizaelón mexicana no monetaria sí reconoció —pero en 1932— que “la situación de México en los últimos meses de 1930 presentaba todas las características del principio de una depresión de carácter cíclico, de influencia exterior...” (Ferrocarriles Nacionales de México, *México Económico, 1928-1930*, México, 1932, p. xii).

aumentado y habría constituido esto una inyección de dinero y de confianza tal vez suficiente para reanimar la actividad en general. Pero, aparte de que la crisis en el extranjero se prolongó, es dudoso que los diversos sectores de la economía mexicana estuviesen entonces lo suficientemente entrelazados para que pudiera confiarse exclusivamente en la recuperación en el exterior. Parece ser que así lo confirmó la experiencia posterior, porque después de las reformas del año de 1931 hubo una nueva restricción del medio circulante y del crédito, una depreciación del peso frente al dólar de más de 50 por ciento y nuevas bajas en los ingresos federales.

El año de 1932, en que se alcanzó la etapa culminante de la depresión, se caracterizó por una mayor conciencia de los mecanismos monetarios como medio para que el Estado influyera en la actividad económica interna. Dado que México no podía influir en la situación del exterior se buscó la solución en el interior. El problema consistía en aumentar la demanda efectiva correlativamente a la actividad productiva, y se procuró resolverlo mediante la emisión de billetes condicionada por las necesidades reales de redescuento y la acuñación de moneda de plata en cantidades igualmente limitadas. Coincidió con la reforma del sistema bancario y con intentos de estabilizar el peso frente al dólar, cosa que a su vez se facilitaba a medida que crecía la confianza general, volvían los depósitos a los bancos y se reducía la especulación cambiaria.

Es evidente que el gobierno obró con gran cautela y que sus medidas tuvieron éxito en poco tiempo. Para fines de 1932, aunque la situación en el exterior mostraba escasos indicios de recuperación, había renacido la confianza en el interior, crecía el volumen de crédito, aumentaban las ventas y el tráfico ferroviario, afluía más dinero al erario y se había logrado una relativa estabilización del peso.

Pero, de todos modos, la acción monetario-fiscal por vía de déficit, que en años posteriores había de ser un arma sumamente potente en manos de los gobiernos, tanto en México como en otros países, tuvo en 1932 un alcance muy limitado. Escasamente se hablaba en esos tiempos de la posibilidad de que un déficit presupuestal pudiera ser un medio de hacer crecer la demanda efectiva y la actividad económica general.<sup>2</sup> Por el contrario, un déficit se consideraba entonces como el mayor peligro para la economía y, en países como México, como indicio seguro de una catástrofe. Dado el medio psicológico de entonces, se explica que el gobierno hiciera grandes esfuerzos por mantener equilibrado su presupuesto, al grado de rebajar los sueldos de los empleados públicos. La idea de lanzar a la calle dinero nuevo, “creado”, distaba mucho de circular entre

<sup>2</sup> Ni siquiera en Estados Unidos. Véase J.H. Williams, “Deficit Spending”, cap. 4 de *Postwar Monetary Plans and other essays*, Nueva York, 1944, pp. 63-65.



las autoridades monetarias y hacendarias de entonces (aunque hubo algunas acuñaciones de plata) y puede pensarse que con razón, puesto que el menor asomo de déficit creado deliberadamente habría conducido a especulación irrefrenable en el mercado de cambios y a una baja del peso difícil de controlar en esas circunstancias. Nada más indicativo del pensar de la época que la célebre y categórica frase del entonces Secretario de Hacienda, Alberto J. Pani: "...hacer cesar la deflación sin caer en la inflación".<sup>3</sup> Y el Informe Presidencial al Congreso en septiembre de 1932 decía: "La reforma monetaria, en efecto, podrá continuar evolucionando sin poder reincidir en *deflación* ni caer en el extremo opuesto de la *inflación*, que quizás sería más lamentable que aquélla".<sup>4</sup>

La preocupación por salir de la deflación sin provocar inflación había de trocarse en menos de quince años en una preocupación precisamente opuesta: salir de la inflación sin provocar la deflación, o por lo menos sin producir una deflación de caracteres catastróficos. Este es el problema que se nos plantea hoy.

#### IV

Evidentemente, el éxito que se tenga en impedir una baja precipitada de los precios y la actividad dependerá, en parte, del origen del fenómeno precedente. La crisis de 1929-1933 fue de origen externo y ello nos excusa de muchos pecados. En cambio, el auge de hoy no es exclusivamente de origen exterior. En 1936, cuatro años después de la declaración de principios del Secretario de Hacienda Pani, se inició una expansión monetaria —aparentemente deliberada— que ha tenido efectos profundos en nuestra economía y que, atizada por las repercusiones directas e indirectas de la guerra, ha producido una situación que puede caracterizarse de inflación, como quiera que se defina este término.<sup>5</sup>

En épocas normales, la distinción entre el origen externo y el interno de la expansión monetaria es de importancia primordial, porque mientras un incremento del ingreso monetario de la comunidad provocado por una balanza de pagos positiva tiende a producir un aumento compensador de las importaciones y de otras partidas deudoras de los pagos internacionales, dando así salida a los

<sup>3</sup> Secretaría de Hacienda y Crédito Público, *La crisis económica en México y la nueva legislación sobre la moneda y el crédito*, México, 1933, p. 18; y A.J. Pani, "La política hacendaria del nuevo régimen", en *Tres monografías*, México, 1941, p. 159.

<sup>4</sup> Secretaría de Hacienda, *op. cit.*, p. 396.

<sup>5</sup> En un apéndice a este estudio se exponen algunas consideraciones generales sobre este problema de definición. En él se procura presentar escuetamente y con obvio de citas eruditas los principios generales en que se hace descansar mucho de lo tratado en estas páginas.

nuevos ingresos creados, un incremento de ingreso cuyo origen sea interno tiende a hacer deficitaria la balanza de pagos sin provocar por fuerza correctivo alguno, o dando lugar a uno de muy pequeña magnitud.<sup>6</sup> Así que, habiendo libertad en el comercio de importación —es decir, no existiendo trabas de carácter especial como las surgidas durante la guerra— sería difícil, a menos que la balanza de pagos positiva tuviera repercusiones desproporcionadas en la circulación y el crédito, que la expansión de origen externo pudiera señalarse como causa primordial de una inflación; el constante uso de dinero para pagar importaciones tendría efectos deflacionarios.<sup>7</sup> De no haber tal tendencia de descenso, compensadora del saldo exterior positivo, entonces el factor inflacionario tiene que ser de origen interno —inflación de crédito, déficit presupuestal— y se traduce, por constante estímulo a la importación, sin activación correlativa de la exportación, en depreciación del cambio, que a veces puede ser nuevo factor de inflación.

Pero en tiempo de guerra, deformado el comercio exterior, el gasto en importaciones deja de ser una filtración importante del ingreso de la comunidad, de donde resulta que los efectos de una expansión monetaria de origen interno y una de origen externo se confunden; ejercen ambas clases de expansión una mayor presión sobre los precios, deforman la estructura normal de precios y costos y crean, en cuanto al tipo de cambio, una situación paradójica en que, si se juzga de acuerdo con el nivel de precios, el valor externo de la unidad monetaria debería reducirse, pero si se tiene por criterio la balanza de pagos y la reserva monetaria, el tipo debería apreciarse. México ha caído, como tantos otros países, en esta situación, por lo que, a partir de 1939, y especialmente a partir de 1941, se ha hecho muy difícil deslindar la responsabilidad relativa que en la inflación ha correspondido a la balanza de pagos y a los factores internos. Se han sostenido con vehemencia ambos puntos de vista. Más adelante se procurará dilucidar un poco este problema; por ahora, se hará la afirmación de que en 1936 se inició una expansión oficial, financiada con fondos del banco central.

Tal expansión, y su forma, constituyeron una modificación radical del estado de cosas anterior. Por su trascendencia, importa saber si fue el principio

<sup>6</sup> Una balanza de pagos deficitaria en un país como México provoca una generación de ingresos insignificante en un país como Estados Unidos, de donde resulta que el “retache” de ingresos no afecta nuestra exportación sensiblemente. Para lograr este efecto recíproco, se necesitaría que todos los países tuvieran balanza pasiva respecto a Estados Unidos.

<sup>7</sup> Aunque se ha señalado que en Argentina, antes de 1930, debido a que el auge de la exportación atraía inversiones de capital extranjero, la expansión se tendía a convertir en inflación y cuando se intensificaba la importación, los capitales salían, agravando así la deflación. Véase Raúl Prebisch, *El patrón oro y la vulnerabilidad económica de nuestros países*, Jornadas 11, México, El Colegio de México, pp. 15-16.

consciente de una política monetaria nueva, si existía ya el germen de la expansión o si se ha tratado de una serie de sucesos accidentales que se ha querido justificar *a posteriori* como política monetaria. Mientras no se conozca el relato de lo ocurrido de 1936 en adelante por boca de las personas en quienes estuvieron las decisiones, sólo puede intentarse una interpretación de los pocos datos que están a disposición del público.

El ritmo que siguió la actividad económica en México durante 1933 y 1934, y hasta 1936, fue de recuperación más o menos firme y lenta. Todos los índices de la situación acusaban alguna mejoría. Crecía la exportación, mantenía la importación una tendencia más o menos normal, aumentaban los recursos del sistema bancario y con ellos el crédito. El tipo de cambio había logrado estabilizarse en 3.60 respecto del dólar, después de las fluctuaciones que había tenido entre 1930 y mediados de 1933. Las finanzas del gobierno se hallaban más o menos equilibradas (había pequeños déficit) y no se recurría al crédito del banco central sino en la muy pequeña medida permitida por la Ley. Casi todas las obras públicas que se realizaban se sufragaban con los ingresos federales normales; apenas renacía el crédito público, con la emisión de pequeñas sumas de bonos.

Pero alrededor de octubre de 1936, se originó un sobregiro del gobierno federal en el Banco de México que de primer intento no fue grande, pero que, según diversas declaraciones oficiales y extraoficiales, aumentó, a partir de 1937, con extraordinaria rapidez.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Desde 1941 a la fecha se ha negado oficialmente que exista un "sobregiro". La explicación es, según parece, la siguiente: ya antes de 1938, una parte de la "cuenta del Gobierno Federal" en el Banco de México la constituían Bonos de Caminos, que, teóricamente, se podían colocar en el mercado, pues correspondían a "inversiones del propio Banco y si están considerados legalmente a cargo del Gobierno Federal, representan de hecho una operación propia del Banco" (Informe Presidencial, septiembre de 1938, p. 7). Otra parte la constituía el crédito permitido por la fracción IV del artículo 64 de la Ley Orgánica del Banco de México de 1936, crédito que, unido a los valores del gobierno en poder del Banco, no debía rebasar el 10 por ciento del promedio de los ingresos anuales del gobierno percibidos en efectivo durante los tres últimos años. El resto constituía el sobregiro auténtico, que el Banco de México, en su informe a la Decimaséptima Asamblea General de Accionistas (p. 28), designaba prudentemente con el nombre de "crédito excedente". Por decreto de 29 de diciembre de 1938 se reformó la Ley Orgánica del Banco de México, dándose fin a la práctica del gobierno de sobregirar su cuenta e implantando un nuevo sistema según el cual el gobierno emitiría Certificados de Tesorería que tomaría el Banco. El sobregiro, disminuido además a \$118.2 millones por abonarse a él la revalorización de la reserva monetaria efectuada al fijar el tipo de cambio a 4.99 por dólar, había de ser objeto de convenio posterior entre el Banco y el gobierno. Este convenio no se celebró hasta noviembre de 1940, cuando el sobregiro se convirtió en una deuda a cargo del Estado, amparada por una emisión de Bonos de Obras Públicas del 3% que el Banco tomó hasta por 250 millones de pesos. En los Informes Presidenciales de 1940 y 1941 se explica la "documentación" de los saldos del Banco de México.

Es indiscutible que esto constituía, lisa y llanamente, una forma de expansión monetaria deliberada, que por su ritmo y por su monto absoluto, había de ofuscar a casi todas las demás influencias en la economía.

Pero hay quien afirma que la expansión se inició antes de 1934 y vale la pena examinar este argumento. Por ejemplo, se ha dicho que la expansión se originó al continuarse innecesariamente las acuñaciones extraordinarias de plata que había autorizado el artículo 3° transitorio de la Ley Monetaria de 9 de marzo de 1932.<sup>9</sup> Pero esta facultad de acuñación transitoria dada a la Secretaría de Hacienda fue derogada el 22 de marzo de 1933 “en vista de que, aun en el caso de subsistir todavía la insuficiencia de signos de cambio, el Banco de México estaba ya capacitado para suplirla en la forma y la cuantía que exigieran, en cada momento, las necesidades transaccionales del país”.<sup>10</sup> En efecto, a partir de entonces sólo se podía acuñar moneda de plata con autorización del Banco de México.<sup>11</sup> Sin embargo, no fue hasta el 30 de octubre de 1933 cuando la Secretaría de Hacienda suspendió la acuñación por ella emprendida,<sup>12</sup> que había ascendido en total a 78.8 millones de pesos desde marzo de 1932. Por su cuenta, el Banco de México sólo ordenó acuñar 9.8 millones de pesos en el resto de 1933<sup>13</sup> y 14.8 millones en el transcurso de 1934.<sup>14</sup> Es, por tanto, extraño que se pretenda encontrar en estas últimas cifras un síntoma de acuñación innecesaria que tomaba “un cariz inflacionario”.<sup>15</sup>

La explicación podría hallarse en las acuñaciones realizadas entre abril y octubre de 1933. Pero durante estos meses la Casa de Moneda sólo acuñó un total de 17.9 millones de pesos, o sea un promedio mensual de 2.6 millones, contra un promedio de 5.6 millones al mes durante los doce meses precedentes (abril 1932-marzo 1933).<sup>16</sup> En resumen, la acuñación del año de 1933, sobre todo después de derogada en marzo la facultad transitoria que para ello tenía la Secretaría de Hacienda, no fue, desde luego, excesiva en comparación con el medio circulante total, que entonces era aproximadamente diez veces más grande. Es verdad que aumentó la acuñación hacia fines de 1933; pero en 1934 tuvo

<sup>9</sup> Pani, *op. cit.*, p. 213.

<sup>10</sup> *Ibid.*, p. 179.

<sup>11</sup> R. Martínez Ostos, apéndice sobre el Banco de México, en M.H. de Kock, *Banca Central*, México, 1941, p. 426.

<sup>12</sup> Banco de México, *Decimasegunda Asamblea*, México, 1934.

<sup>13</sup> *Ibid.*, p. 25.

<sup>14</sup> Banco de México, *Decimatercera Asamblea*, México, 1935, p. 20.

<sup>15</sup> Pani, *op. cit.*, p. 213.

<sup>16</sup> Secretaría de Hacienda y Crédito Público, *Memorias de la Dirección de la Casa de Moneda*, correspondientes a 1932 y a 1933, pp. 49 y 50-51, respectivamente.

un promedio de poco más de un millón al mes.<sup>17</sup> Los 9.8 millones cuya acuñación ordenó el Banco de México en noviembre y diciembre de 1933, más los 14.8 que ordenó en 1934, incluso apenas justificaban la declaración de la misma Secretaría de Hacienda en 1934 de que “se apoyó resueltamente la política de acuñación” por considerar esa dependencia que “era indudable que el stock, notoriamente deficiente, correspondía todavía a una etapa de deflación”.<sup>18</sup>

Sin embargo, es posible que se considere que la facultad transitoria de acuñación dada a la Secretaría de Hacienda debiera haberse anulado antes de marzo de 1933, y que sean todas las acuñaciones de 1932 y los primeros meses de 1933 las que se juzguen excesivas, sobre todo en vista de que la Ley Monetaria de 1932 autorizaba una sola acuñación, por una cantidad rigurosamente limitada.<sup>19</sup> Pero, de cualquier modo, no era probable que la inyección de dinero a la circulación en 1932 adquiriera un “cariz inflacionario”, dada la situación de entonces; y cuando sí pudo haber adquirido ese jaez, de 1934 en adelante, no fue por acuñaciones, sino por otros motivos.

En suma, parece que puede descartarse el argumento de que la expansión monetaria tuvo su origen en las acuñaciones extraordinarias. Pero se ha sostenido también que la supuesta expansión era acentuada por las “viciosas prácticas de crédito del Banco de México con los bancos asociados”, prácticas que “consistían en la concesión de líneas de redescuento que no guardaban ninguna relación con los recursos de dichos bancos y en la substitución del verdadero redescuento por anticipos sobre mercancías —pignoraciones— disfrazados de descuentos”.<sup>20</sup> Aun suponiendo que los redescuentos hayan sido “anticipos sobre mercancías disfrazados de descuentos”, el monto total de los mismos sólo creció rápidamente en 1932, cuando la propia Secretaría de Hacienda, cuyo titular era Pani, los consideraba como el mejor medio de corregir la escasez de dinero.<sup>21</sup> A fines de 1932, el saldo de los redescuentos del Banco de México era de 23 millones; un año más tarde, después de pequeñas fluctuaciones de mes a

<sup>17</sup> Banco de México, *op. cit.* La cifra que da la Casa de Moneda es el doble de ésta, debido a que incluye las reacuñaciones efectuadas ese año (véase la *Memoria* de 1934, p. 48).

<sup>18</sup> Informe sobre el ramo de Hacienda y Crédito Público, del cual se extractó el que rindió el C. Presidente de la República al H. Congreso de la Unión el día 1° de septiembre de 1934, México, 1934, p. 7.

<sup>19</sup> Si es que así puede interpretarse el artículo 3° transitorio, que dice: “Por esta sola vez, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público ordenará la acuñación de moneda de plata de un peso de cuño legal, en la cantidad que sea estrictamente indispensable, a juicio del Consejo de Administración del Banco de México, para corregir la actual insuficiencia de signos de cambio”.

<sup>20</sup> Pani, *op. cit.*, p. 213.

<sup>21</sup> Secretaría de Hacienda y Crédito Público, *La crisis económica en México y la nueva legislación sobre la moneda y el crédito*, México, 1933, pp. 45-46; y Pani, *op. cit.*, p. 173.

mes, ascendía a 25 millones, habiendo tenido un saldo máximo, durante el año, de 30.1 millones de pesos.<sup>22</sup> En 1934, la cifra máxima, en noviembre, fue de 34.2 millones.<sup>23</sup> Apenas puede decirse que en 1933 y 1934 el redescuento haya sido causa de expansión monetaria; y el mismo Banco de México, al comentar las cifras de 1933, hacía ver<sup>24</sup> que era “relativamente corto el progreso obtenido... no obstante las facilidades que en este ramo (el redescuento) proporciona la ley a nuestros bancos asociados, con el propósito de alimentar el crédito y distribuir en el país los elementos necesarios para fomentar la vida económica, y el aliciente que les presentamos en el mes de mayo, cuando dispusimos, siguiendo la política que nos hemos trazado desde un principio, de continuar abaratando el dinero, bajar los tipos de interés del redescuento, que eran de 5 y 6% anual desde septiembre de 1932, a 4 y 5%”.<sup>25</sup>

Sin embargo, es concebible que las facilidades de crédito ofrecidas por el Banco de México hayan permitido a los bancos comerciales realizar una cierta expansión. Pero se realizó todavía en época de depresión y su influencia como causa de la expansión monetaria subsiguiente fue relativamente pequeña. Desde fines de 1933 hasta fines de 1935 el medio circulante aumentó de 435 a 520 millones. El promedio anual de precios al mayoreo se elevó 5.2% en esos mismos años. Todavía no se recobraba el nivel de actividad económica de 1929; en especial, la exportación apenas principiaba a rehabilitarse. Por lo demás, si en 1933 los bancos estaban realizando una expansión del crédito, lo hacían, como casi siempre lo han hecho, en su mayor parte con recursos propios, pues no necesitaban entonces del redescuento debido a que “la mayor parte de las instituciones de crédito de la República [habían] estado recibiendo depósitos del público en buenas cantidades”.<sup>26</sup>

Hay otro elemento al que se ha atribuido la expansión monetaria antes de 1936: los decretos de abril de 1935 que dieron poder liberatorio ilimitado al billete del Banco de México y le quitaron su carácter de obligación de esta institución.<sup>27</sup> Sin embargo, este último dato en sí no indica expansión monetaria,

<sup>22</sup> Banco de México, *Decimasegunda Asamblea*, p. 19.

<sup>23</sup> Banco de México, *Decimatercera Asamblea*, p. 44.

<sup>24</sup> *Decimasegunda Asamblea*, pp. 19-20.

<sup>25</sup> También los autores de la Ley Orgánica del Banco de México de 1936 consideraban que, a pesar de la política liberal del Banco, los redescuentos eran insuficientes. (Exposición de Motivos, *Diario Oficial*, agosto 31, 1936, párrafo 17). Expresa una opinión semejante R. Martínez Ostos en “El Banco de México frente a la teoría de la banca central”, en *Investigación económica*, t. II, núm. 3 (1942), p. 303.

<sup>26</sup> Banco de México, *Decimasegunda Asamblea*, p. 20.

<sup>27</sup> Pani, *op. cit.*, p. 214.

a menos que efectivamente se hubieran emitido grandes cantidades de billetes aparte de los que simplemente reemplazaron a las monedas de plata retiradas de la circulación con motivo del alza del precio de este metal. Durante 1935, la emisión neta de moneda y billetes fue apenas de 30 millones de pesos.<sup>28</sup>

v

Puede adelantarse, en resumen, que antes de 1936 no se advertía ningún fenómeno monetario de suficiente importancia para que se le pueda atribuir la expansión monetaria subsiguiente; de cualquier modo, eran acontecimientos fácilmente controlables y obedecieron a circunstancias especiales nacidas de la crisis. En cambio, la expansión iniciada en 1936 fue sistemática y de ritmo acelerado, y marcó el principio de una nueva etapa en las obras públicas del gobierno.

Ya antes de 1934, las obras públicas constituían un punto importante del programa de cualquier gobierno, pues era evidente que el país necesitaba carreteras, presas, escuelas, etc. En 1932, por ejemplo, el gobierno anunció un plan de construcción de carreteras que significaría una inversión de 100 millones de pesos en tres años.<sup>29</sup> El dinero se iba a obtener, sin embargo, mediante “aportaciones condicionadas de capitalistas del exterior”.<sup>30</sup> Pero se apreciaban las ventajas que tendría en ese momento un gasto extraordinario del gobierno: “Una inyección de 100 millones de pesos en tres años, es evidente que habrá de influir de modo muy sensible en el refaccionamiento de las clases trabajadoras del país, puesto que esas sumas están destinadas, principalmente, a ser distribuidas entre muchos miles de braceros que hallarán ocupación en los trabajos, y el provecho de tal derrama reflejará directamente en una mejoría de la situación comercial, y ésta en provocar iguales efectos en la industria doméstica [*sic*] repercutiendo, por último, en los ingresos fiscales”.<sup>31</sup> No parece haber existido entonces la idea de recurrir al crédito del banco central, no obstante que posiblemente habría sido el medio más viable para lograr lo que se quería —construir caminos y poner en marcha la economía— sin originar una deuda externa. Habría servido, también, para corregir la escasez de dinero. Pero se sabe,

<sup>28</sup> Por si este dato no bastara, se me ha indicado, de fuente absolutamente fidedigna, que en 1935 el gobierno resistió enérgicamente, y con completo éxito, la tentación de emitir billetes más allá de lo requerido por el canje de monedas y las necesidades normales.

<sup>29</sup> “La inversión en caminos”, *El Economista*, t. VIII, núms. 86-87, p. 7 (abril 1, 1932).

<sup>30</sup> *Ibid.*

<sup>31</sup> *Ibid.*

como ya se indicó, que el gobierno se propuso no adoptar por ningún motivo medidas inflacionarias. De todos modos, el gasto de 100 millones de pesos en tres años no podría tener efectos inmediatos de expansión muy sensibles, sobre todo si se tiene en cuenta que una parte se convertiría en importaciones.

A partir de 1934, el comercio de exportación acusó cierta recuperación de importancia, a la que hizo especial y optimista referencia la memoria de la Secretaría de Hacienda de este año.<sup>32</sup> La situación presupuestal mejoró también y para el mes de agosto se habían amortizado totalmente los sobregiros legales que, un año antes, importaban \$13 988 830.38.<sup>33</sup> Fue también la fecha en que se hizo la primera emisión de bonos para la construcción de caminos. Se contrajo un empréstito de \$20 millones, “de los que sólo [había] la intención de colocar \$12 millones en el curso del... año, dejando la diferencia para que en el año próximo se [pudiera] terminar, sin falta, la carretera Nuevo Laredo-México”; y se hizo notar, con satisfacción, que “la confianza que el régimen revolucionario ha sabido ganar, permitió que el empréstito fuese colocado en muy corto tiempo, siendo de particular eficacia, para lograrlo, el concurso de las instituciones nacionales de crédito”.<sup>34</sup> El programa de gobierno iniciado a fines de 1934 comprendió, como es bien sabido, un vasto plan de obras públicas y de fomento de la agricultura y de las comunicaciones. En 1935, el presupuesto votado fue de \$275 795 000, suma que en realidad dejaba poco dinero para las obras de fomento de la economía. Sin embargo, entre otras erogaciones, se destinaron \$20 millones “como nueva aportación” al capital del Banco Nacional de Crédito Agrícola y hubo otros gastos de capital de magnitud menor.<sup>35</sup> El Departamento del Distrito Federal destinó \$17 386 000 a obras públicas.<sup>36</sup>

El año de 1936 presenció el principio de mayores gastos. Se fundó el Banco Nacional de Comercio Exterior; empezó a funcionar el Banco Nacional

<sup>32</sup> *Op. cit.*, pp. 42 y 45.

<sup>33</sup> *Ibid.*, pp. 54-55.

<sup>34</sup> *Ibid.*, pp. 63 y 64. No creo que posteriormente, al menos hasta el auge de los últimos dos o tres años, se haya repetido este optimismo en una declaración oficial. Todavía en 1943, el Banco de México habla en su Memoria de la “persistente atonía de nuestro mercado de valores frente a las emisiones del gobierno federal” (*Vigesimaprimera Asamblea*, p. 30).

<sup>35</sup> Informe Presidencial, septiembre de 1935, pp. 9-18.

<sup>36</sup> *Ibid.*, p. 51. En septiembre de 1933, el Departamento del Distrito Federal fue autorizado a lanzar un empréstito de 25 millones para aguas potables, saneamiento y pavimentos; en diciembre se emitieron 11.5 millones solamente, que tomó el Banco Nacional Hipotecario y de Obras Públicas, y se empleó parte de esa suma para pagar un adeudo sobre obras realizadas en 1932 y 1933 (*Informe Presidencial y Memoria del Depto. del Distrito Federal... julio de 1933, junio de 1934*, México, 1934, pp. 9 y 41-42). Para 1936, la emisión sumaba 12.1 millones (*Memoria... septiembre de 1935-agosto de 1936*, México, 1936, p. 22).



de Crédito Ejidal, con aportación del gobierno; se destinaron \$8 millones más al de Crédito Agrícola; se dieron fondos para la construcción de nuevas vías férreas; se contrataron obras para la construcción de muelles y otras obras portuarias; se inauguró la carretera México-Laredo y se intensificaron las obras en otras; se gastó en obras de riego y en escuelas, etc. La emisión de bonos de caminos fue de \$9 millones, alcanzando el total emitido \$36 millones (en circulación, deducidas las amortizaciones, sólo quedaron un poco menos de \$30 millones). Dicho empréstito se había ampliado “sin perder de vista la solidez y el prestigio de los bonos emitidos”.<sup>37</sup> Coincidió con la ampliación de los gastos públicos una importante reforma a la Ley Orgánica del Banco de México, destinada, según el informe presidencial, a “robustecer [su] posición como banco central, limitando la esfera de su autoridad a las operaciones propias de su objeto y dando mayor realce a su autoridad... teniendo cuidado especial de excluir del sistema de crédito del Banco todo mecanismo inflacionista...”.<sup>38</sup> Como es bien sabido, las reformas se refieren sobre todo al régimen de emisión, de tal manera que se facilitara la de billetes, pero dentro de normas conservadoras; y, en cuanto a las relaciones con el gobierno, se establecían claros límites al crédito que pudiera otorgarse a éste.

Sin embargo, en el programa financiero del gobierno se aceleró el ritmo de gastos de 1937. Hubo considerables ampliaciones del presupuesto de egresos; se reinvertieron los aumentos de los ingresos fiscales; se emitieron nuevos bonos, y, es de suponer, se incurrió en nueva deuda con el Banco de México, que más tarde, en 1938, había de documentarse.

Los gastos fueron realmente impresionantes. Con un presupuesto no muy superior a \$300 millones, ampliado a \$424 millones, se hicieron en el periodo de 1936-1937 gastos en diversas obras públicas por más de 100 millones (la mayor parte en obras de riego, caminos y ferrocarriles); se invirtieron nuevas sumas en los bancos Ejidal y Agrícola (20 y 12 millones, respectivamente); se destinaron 14 millones a un nuevo ingenio a través del Banco Nacional Obrero; se aportó nuevo capital al Banco Nacional de Comercio Exterior, etc.<sup>39</sup> La parte no cubierta con los ingresos fiscales corrientes, documentada o no con bonos, ha de haber ascendido cuando menos a unos \$80 a \$100 millones;<sup>40</sup> y es dudoso que se hubieran colocado entre el público o los bancos particulares sumas importantes de bonos en esa época.

<sup>37</sup> Informe Presidencial, septiembre de 1936, pp. 20 y *passim*.

<sup>38</sup> *Ibid.*, p. 12.

<sup>39</sup> Informe Presidencial, septiembre de 1937, *passim*.

<sup>40</sup> Según Raúl Ortiz Mena, los préstamos del Banco de México al gobierno eran de \$123 millones a fines de 1937, de los que \$33.4 eran una suma prevista por la ley (*La moneda mexicana*,

Resulta un poco difícil determinar si la decisión de emprender una expansión monetaria de ese tipo fue objeto de previa meditación en cuanto a “política monetaria”, especialmente en vista de que casi inmediatamente mostró el gobierno alguna preocupación por el alza de precios, sobre todo de los artículos de primera necesidad. Según el informe presidencial de 1937, el nivel de precios había subido en ese año “en forma que se juzga indeseable, ya que pone en peligro, *de modo transitorio*, las ventajas logradas por los trabajadores, al hacerse posible la disminución de su salario real”; y para evitar esto, el gobierno dictó diversas medidas para “neutralizar *las causas concretas* de carácter económico o de índole diversa determinantes de aquella situación”.<sup>41</sup>

El que se creyera transitoria el alza es curioso. Quizá se pensara en reducir los gastos deficitarios, o se previera ya la crisis externa de 1938. Pero más curioso es que las “causas concretas”, transitorias, habían de neutralizarse con medidas a largo plazo: fomento de la inversión de capital en actividades productivas, crédito a la agricultura, facilidades en cuanto a tasas de interés y encauzamiento en general de los capitales para que el crédito adquiriera “el carácter de un servicio social”.<sup>42</sup> La verdadera causa concreta parece haber sido la que estaba más a la mano corregir —el presupuesto— y no se corrigió.

Muchas pueden ser las razones extraeconómicas que se aduzcan para justificar tal actitud del gobierno; pero es evidente que en 1937 se aprendió la primera dura lección de la experiencia monetaria mexicana, a saber, que una expansión iniciada por el gobierno puede producir resultados opuestos a los deseados, pues el público, dada su psicología del momento, tiene mucho que decir acerca de lo que hará la comunidad con sus nuevos ingresos. Tal vez valga la pena pagar el precio de una baja de salarios reales y un desestímulo a la producción de ciertos artículos —es cosa que no se puede juzgar por criterio puramente económico—, pero habría que tratar de fijar un límite a ese precio. Un poco de expansión, con cierta alza de precios, puede valer la pena; demasiada expansión puede producir demasiados desajustes.<sup>43</sup>

México, 1942, p. 90). Igual cifra se deduce de la gráfica 7 de la obra de Ricardo Torres Gaitán, *Política monetaria mexicana*, México, 1944. En otra obra, se indica que el déficit presupuestal en 1937 fue de \$76 millones y de \$81 en 1938 (Raúl Salinas Lozano, *La intervención del Estado y la cuestión de los precios*, México, 1944, p. 85).

<sup>41</sup> Informe Presidencial, 1937, p. 9 (las cursivas son mías).

<sup>42</sup> *Ibid.*, pp. 9-10.

<sup>43</sup> El Informe Presidencial de 1938 admitía que “el desarrollo del programa social emprendido debe necesariamente originar algunos desajustes transitorios en la economía del país, pero... a la postre (la obra del gobierno) quedará ampliamente justificada con el mejoramiento de los sectores más numerosos y necesitados” (p. 23). En 1942, el actual Secretario de Hacienda declaró no ser enemigo de los precios altos “siempre que no lo fueran mucho”, porque son un estímulo a la

En 1938, se aprendió una nueva lección y se recordó una ya olvidada. La crisis externa y los problemas especiales derivados de la expropiación petrolera obligaron al gobierno a seguir estimulando el medio circulante. Siete años después de la crisis anterior, se devaluó nuevamente el peso frente al dólar. Es posible que esta devaluación no hubiera tenido que ser tan importante (de 3.60 a cerca de 5.00) si no hubiera habido la expansión monetaria de origen interno en 1937 que fomentó las importaciones más de lo normal y debilitó la reserva del Banco de México. Importa señalar esto porque, cuanto mayor es la depreciación, mayor es el encarecimiento de ciertas importaciones esenciales (sin que ocurra por fuerza, en países como el nuestro, exportadores de materias primas, un abaratamiento de las exportaciones o se estimule su demanda). Así pues, el gobierno, a más de mantener su ritmo de gastos, alimentó la expansión inflacionaria en virtud de la depreciación, la que, por otro lado, tuvo sobre los inversionistas efectos psicológicos todavía más desfavorables para la política gubernamental. Se puso a prueba por primera vez la política expansionista frente a una crisis de la balanza de pagos.

Puede alegarse, como en el informe presidencial de 1938, que estaba justificado el esfuerzo de las autoridades monetarias por mantener “una circulación capaz de contrarrestar el retiro de los depósitos, el atesoramiento de los signos monetarios y la exportación de capitales”.<sup>44</sup> Es decir, llegada la crisis externa, que afectaba los ingresos fiscales, las autoridades se ven obligadas a actuar, a impedir una deflación, un pánico, etc. Pero desde un punto de vista monetario —no aludo a otras consideraciones— las autoridades se ataron las manos al haber consentido una expansión deficitaria *antes* de la crisis, cuando la balanza de pagos era aún favorable, como en la primera mitad de 1937. No parece ser correcta la aseveración de que no existía “un aumento superfluo de signos monetarios en el mercado”,<sup>45</sup> porque no es cuestión de mera cantidad de dinero —el criterio cuantitativista es demasiado simplista— sino de los usos a que se destina el dinero y el ritmo con que se usa. En 1942 y 1943, como se verá, se cometió el mismo error de encimar a saldos favorables de la balanza de pagos un ritmo de gastos públicos deficitarios demasiado intenso sin posibilidad real de colocar los bonos en el mercado, lo cual en cierto modo tiene atadas de

---

producción (*El Universal*, 29 de marzo de 1942, p. 1); en 1943 dijo que “en México, país donde apenas existe neocapitalismo, es preciso acelerar la evolución construyendo obras de provecho común, aunque con esto se eleve el índice de precios”, y negó que se siguiese una política inflacionaria (*Excelsior*, 4 de marzo de 1943, p. 9 y ss.).

<sup>44</sup> Informe Presidencial, septiembre de 1938, p. 7. En 1931, como es bien sabido, el gobierno fue partidario de una deflación ortodoxa.

<sup>45</sup> *Ibid.*

manos a las autoridades monetarias en la actualidad frente a la próxima crisis de deflación. En 1938, hubo que depreciar la moneda; quizá hoy no sea necesario, por varios motivos, entre ellos la fortaleza de la reserva monetaria y la posible inversión de capitales extranjeros.

Ese mismo año, se declaró reiteradamente en el informe presidencial que los créditos del Banco de México al gobierno no debían ser el procedimiento normal de arbitrase fondos; se hizo ver, también, que las inversiones del gobierno destinadas a fomentar la producción habían de compensarlos. Pero el monto de dichos créditos no es hoy menor —y se los ha seguido justificando oficial y extraoficialmente— y han sido muchos los factores tendientes a retrasar el incremento de la producción. Es un caso claro, según parece, en que se confió demasiado en los factores monetarios y muy poco en cuestiones más fundamentales —nada nuevas, por cierto, ni exclusivas de México— que pueden resumirse en la frase “inelasticidad relativa de la producción de bienes y servicios en general”.

Las dificultades de 1938 y 1939 llevaron a refinar un poco los medios de regulación monetaria y se procuró restringir el crédito que pudiera considerarse que fomentaba las importaciones o estimulaba aumentos de precios de artículos de primera necesidad (el alza de éstos se procuró impedir también por medio de operaciones del Comité Regulador del Mercado de las Subsistencias). El arma de restricción usada fue la elevación del depósito obligatorio de los bancos asociados en el Banco de México. Pero la restricción del crédito, como lo hace observar un autor,<sup>46</sup> sólo podría justificarse teóricamente, pues se cerraban simultáneamente “los canales que conducían el capital de trabajo necesario para la industria”.<sup>47</sup> Es decir, debido a las conocidas características técnicas de nuestro mercado monetario, las autoridades monetarias, al proponerse estimular el crédito a largo plazo y las inversiones, se enfrentan con un dilema en cuanto al volumen del crédito bancario, pues no pueden restringir éste aun cuando sea aconsejable desde un punto de vista de regulación monetaria, porque entonces limitarían el ritmo de las actividades productivas y de inversión a largo plazo. En 1941, con las reformas a la Ley Orgánica del Banco de México y a la Ley General de Instituciones de Crédito y Auxiliares, se llegó a resolver en cierta medida este dilema, aunque no del todo.

<sup>46</sup> R. Martínez Ostos, apéndice sobre el Banco de México, en M.H. de Kock, *Banca Central*, México, 1941, p. 451.

<sup>47</sup> *Ibid.*

## VI

Por consideraciones de espacio, no es posible analizar en detalle los acontecimientos de 1939 a la fecha; pero es bien conocida la historia de estos años. Al estallar la guerra principió a desviarse el comercio de sus cauces normales y a quedar sujeta nuestra economía a las disposiciones económicas de tiempo de guerra de otros países. Pese a repetidas declaraciones oficiales acerca del propósito de atenuar la expansión monetaria, ésta continuó, así como los esfuerzos por intensificar la producción. A fines de 1940, ingresó o se repatrió cierta suma de capital, se dejó de seguir una política de restricción del crédito y comenzó a variar la situación del comercio exterior. En 1941, con acelerado ritmo de gastos públicos, las autoridades monetarias tuvieron el buen tino de fomentar ampliamente un aumento de las importaciones, a expensas de buena parte de la reserva monetaria, pues se previó que pronto, a consecuencia del rearme de Estados Unidos, dejaríamos de importar ciertos artículos esenciales y, en cambio, se expandirían grandemente nuestras exportaciones, como sucedió en efecto.

Desde el punto de vista del banco central, es posible que la situación prevista se hubiera podido manejar sin grandes dificultades. Las reformas bancarias de 1941 permitían elevar el depósito obligatorio de los bancos en el Banco de México hasta el 20%, que era una proporción sin precedente en toda la América Latina. Se pensó seriamente en hacer efectiva el arma de las operaciones en el mercado abierto con valores públicos. Además, se afinó un poco más la distinción entre crédito comercial y crédito a la producción, para los efectos del redescuento.

Pero los años de 1941 a 1943 se caracterizaron por grandes emisiones de bonos, colocados en el Banco de México, y enormes gastos en obras públicas, no obstante los síntomas observados ya en los precios y los salarios.<sup>48</sup> Es inexplicable que se haya persistido en estas medidas sin procurar reducir el ritmo de gastos, dada la influencia conjunta y acelerante de los saldos activos de la balanza de pagos, y es evidente que ello impedía al banco central actuar debidamente o con suficiente influencia, pues una vez aceleradas la expansión monetaria y el alza de precios e inflados los salarios, los negocios adquieren cada vez mayor atractivo<sup>49</sup> y, por otra parte, se hace cada vez menos interesante para el público la inversión en valores públicos de renta fija.

<sup>48</sup> Los informes presidenciales de estos años contienen información detallada sobre las emisiones, los gastos, etc.

<sup>49</sup> Es posible que, a partir de 1941, la elasticidad de expectativas tuviera un valor superior a la unidad (siguiendo la terminología de Hicks en *Valor y capital*), es decir, un alza de 1% en los precios corrientes trajera una de más de 1% en los previstos. En cambio, no creo que pueda afirmarse,

A falta de correctivos fiscales de importancia<sup>50</sup> y ante la imposibilidad de operar con valores públicos, debido a las circunstancias anteriores y a la tendencia de la Nacional Financiera a adueñarse del mercado de valores, el Banco de México ha dispuesto de pocas armas de combate y puede decirse que, antes bien, ha logrado mucho.

A fines de 1941, el Banco quedó facultado para elevar gradualmente el por ciento de depósito obligatorio de los bancos asociados hasta el 50%; esto se ha hecho, hasta alcanzar esta última proporción en 1944 y en el presente año. Además de restringir una expansión inconveniente del crédito, esta enorme reserva en efectivo servirá de cojín para cuando sea preciso hacer frente a un descenso de los depósitos.

Se ha intentado también orientar el crédito hacia la producción, exigiendo que el 60% de la cartera de los bancos esté destinada a esos fines para que estas instituciones tengan derecho a redescuento. Pero es evidente que mientras no necesiten de éste, la medida carece de efecto; y en los últimos años prácticamente no han necesitado del redescuento los bancos privados.

Finalmente, ha habido negociaciones y convenios con los bancos, de los cuales dos han tenido gran importancia: el de octubre de 1942, que fijó un primer tope de cartera y la esterilización de los depósitos que excedieran una cifra señalada, y el de mayo de 1944, que fijó nuevo tope y facilitó la inversión de los depósitos excedentes en oro, valores, divisas, etc.<sup>51</sup>

En el terreno monetario riguroso, no ha podido el banco central hacer más. En otros países —Colombia, por ejemplo— la absorción de fondos por medio de bonos públicos y ventas obligatorias de certificados oro y divisas ha

con Keynes (*Teoría general*, p. 291), que se hubiese alcanzado en rigor, o se haya alcanzado aún hoy, una situación en que “un nuevo crecimiento en el volumen de demanda efectiva no produce ya un aumento más en la producción y se traduce sólo en un alza de la unidad de costos... estado que podría designarse como de inflación auténtica”. Pero también creo que no hemos estado lejos de tal situación; hoy ya no, puesto que principia el renacimiento y abaratamiento de las importaciones.

<sup>50</sup> Recuérdese que el presupuesto de ingresos de los últimos años, si bien, ha alcanzado cifras nominales sin precedente (\$1 000 millones en 1944), ha descendido en términos reales; se sabrá en qué medida cuando existan cifras fidedignas sobre el ingreso nacional.

<sup>51</sup> El Banco de México, con fines de regulación, ha vendido al público, como en otros países, ciertas cantidades de oro. Las acuñaciones de plata han tenido, en virtud del atesoramiento, efectos de regulación semejantes. Pero no es propiamente un arma de regulación monetaria que las autoridades dominen realmente; descansa, en último análisis, en la imponderable psicología del público. (Lo imponderable de ésta lo demuestra, entre otras cosas, el hecho de que, no obstante el alza del precio de la plata de 45 a 71 centavos de dólar en septiembre del presente año, debido a lo cual hubo que desmonetizar las monedas de plata, casi no ha habido desatesoramientos, en los que el público habría ganado el 20% sobre el valor nominal de sus tenencias.)

tenido mayor significación; pero son países en que las autoridades se han valido del control de cambios y en que no ha existido de parte del público —quizá con excepción de Chile— una renuencia de carácter tan irracional como en México a comprar bonos. En verdad, los problemas monetarios han sido más difíciles en México y las armas de regulación más débiles, motivo por el cual la experiencia nuestra en los últimos años quizá sea más valiosa, aunque no tan eficaz.

La experiencia con la elevación del porciento de reserva obligatoria ha sido buena. Ha enseñado, desde luego, que, burdamente usada, esa arma deja mucho que desear: algunos bancos resultan afectados más que otros.<sup>52</sup> Luego, existe el problema de la desigual distribución geográfica de los depósitos bancarios. Mientras la elevación se aplicó sólo a los bancos del Distrito Federal, sus filiales en los estados pudieron seguir expandiendo el crédito. En 1944, el Banco de México elevó gradualmente la reserva de los bancos ubicados fuera de la capital<sup>53</sup> y en fecha reciente se igualó, en 50%, con la de los bancos capitalinos. Todo ello, en materia de negociación, protestas de los banqueros, explicación a éstos de los problemas generales, ha sido una enseñanza estimable que sin duda redundará en beneficio de las autoridades y de los mismos banqueros en el futuro.

Igual puede decirse de los convenios de tope de cartera, que, aunque constituyen un “sistema de restringir el crédito [que] no figura entre las recetas monetarias ortodoxas de los libros de texto”,<sup>54</sup> han probado tener cierta eficacia y han permitido a las autoridades monetarias compenetrarse de las complicaciones del crédito bancario.

La orientación del crédito hacia actividades de producción, en contraste con “comercio”, es indudablemente mucho más difícil de llevar a cabo. La amenaza de negar redescuento a los bancos cuya cartera no esté compuesta cuando menos por un 60% de documentos de crédito a la producción es, cuando mucho, una medida de regulación negativa, pues, como ha dicho alguien,<sup>55</sup>

<sup>52</sup> En la reciente legislación bancaria del Paraguay se establece que se dará previo aviso de un aumento del encaje para que los bancos menos líquidos se ajusten a la medida y se podrá “aumentar inmediatamente hasta cualquier porcentaje los encajes que se aplicarán sobre futuros aumentos en los depósitos”, para así “controlar más eficazmente a los bancos fuertes sin provocar la quiebra de los bancos más débiles”, como, en efecto, ha ocurrido en México con los convenios de tope de cartera y la esterilización de los depósitos excedentes (*Ley Orgánica del Banco de Paraguay y Ley de Bancos*, Asunción, 1944, p. 42).

<sup>53</sup> *Vigesimatercera Asamblea*, p. 32.

<sup>54</sup> “Nueva restricción del crédito”, *Revista de Economía*, México, mayo-junio de 1944, p. 9.

<sup>55</sup> *Ibid.*

esa disposición del Banco de México “no los obliga, sino que sólo los amenaza con no darles una cosa que de todos modos no quieren”, ya que poseen exceso de recursos. Es, sin embargo, un arma que rendirá frutos más tarde, cuando los bancos quieran acudir al redescuento.

La experiencia en materia de redescuento ha sido, en general, una confirmación de lo que se ha ido descubriendo en todos los países, o sea, que la variación de la tasa de interés no influye en el volumen de crédito en la forma prevista en los textos clásicos. Además, si los bancos privados cobran intereses del 10 al 25% o más, la elevación del redescuento, digamos de 4½% a 6 o 7, no afectaría gran cosa sus decisiones de otorgar crédito en época de alza de precios. La falta de operaciones de mercado abierto también debilita el arma de la tasa de redescuento. Por otro lado, es conocida la circunstancia de que el redescuento se otorga principalmente a instituciones bancarias oficiales que no disponen de grandes recursos en concepto de depósitos y, en cambio, se dedican preferentemente al fomento de la producción;<sup>56</sup> elevar la tasa a estos bancos sería contrariar el propósito de encauzar el crédito hacia la producción (aunque sí evitaría inflar por vía del redescuento: un ejemplo más del dilema de un banco central en épocas de gran expansión monetaria).<sup>57</sup>

Esto y lo dicho en los párrafos anteriores plantea el problema de si corresponde a un banco central ser un mero regulador cuantitativo del medio circulante o un factor interesado en encauzar el crédito por ciertos senderos. Seguramente, la teoría de la banca central no ha dado aún su sentencia definitiva, pero se vislumbra ya cierta inclinación en países como los nuestros a utilizar armas de regulación cualitativa, incluso a adoptar una actitud activa, tendencia que sin duda es correcta. El Banco de México, en diversas épocas, ha dado pasos en ese sentido, y los sigue dando. Mas es dudoso que pueda ofrecer suficientes estímulos monetarios para dirigir el crédito hacia la producción en mayor medida que hasta ahora.<sup>58</sup> Se necesitará, entre otras cosas, que los bancos privados mismos asuman una actitud más social hacia el crédito y no se

<sup>56</sup> Banco de México, *Vigesimatercera Asamblea*, pp. 32-33.

<sup>57</sup> El problema del redescuento a estos bancos se encuentra explicado en detalle en el artículo de Raúl Martínez Ostos: “Algunos aspectos de la política monetaria del Banco de México”, *El Trimestre Económico*, vol. xi, núm. 2 (1944), pp. 220-228. En dicho trabajo también se consideran detenidamente la regulación por medio de la elevación del porciento de reserva y los convenios de tope de cartera.

<sup>58</sup> Se ha establecido una tasa de redescuento más baja (3%) sobre documentos representativos de operaciones agrícolas cuya tasa no sea superior al 7%, y se ha creado un fondo de garantía de operaciones agrícolas; pero no se ha tenido mucho éxito hasta ahora (Banco de México, *Vigesimatercera Asamblea*, pp. 33-34).



guién exclusivamente por el lucro. Más que intervenir directamente para reorientar el crédito, los bancos centrales tendrán seguramente que actuar a través de nuevos organismos o convertirse, como en Costa Rica, Bolivia y Paraguay —y, próximamente, Guatemala—, en bancos “heterogéneos”, dotados de facultades no sólo de emisión y regulación, sino también de fomento.

Pero sería mucho pedir que un banco central como el nuestro afinara su actuación cualitativa si, por otro lado, no ejerce todas sus funciones de regulación cuantitativa. En particular, no usa el arma, potencialmente de grandes alcances, que representan las operaciones de mercado abierto. Se ha debido en parte a la poca aceptación de los bonos públicos; sin embargo, cuando se les ha podido colocar, el gobierno lo ha hecho a través de otra institución intermedia, la Nacional Financiera, la que, por ocupar una posición predominante en el mercado de valores, restaría efectividad a las operaciones que pudiera realizar el Banco de México. Por lo menos, este último no podría prever el efecto preciso de sus operaciones a menos de saber en qué forma reaccionaría aquélla, y las operaciones de la Financiera, de considerable monto, obedecen no tanto a fines de regulación como a propósitos de financiamiento a largo plazo. La capacidad de absorción del mercado es sin duda limitada,<sup>59</sup> y no se ha definido aún con claridad una política en materia de colocación de bonos, los que a veces, y aparentemente sin coordinación, son emitidos hasta por autoridades administrativas locales. Este es un capítulo sobre el que habrá mucho que decir en el futuro.<sup>60</sup>

Y esto lleva nuevamente a considerar la política presupuestal del gobierno. El auge del comercio exterior generado por la guerra ha ofrecido dificultades desde luego muy grandes para la regulación monetaria. Normalmente, si hubiera habido posibilidad de importar en grandes cantidades, se habrían superado esas dificultades. Pero no fue así y los saldos activos de la balanza de pagos han sido considerados, muy justificadamente, como factores perturbadores e inflacionarios de primera instancia.<sup>61</sup> Sin embargo, el hecho de que al mismo tiem-

<sup>59</sup> La Nacional Financiera asegura haber colocado, con un exceso de suscripción del 21%, una emisión reciente de \$40 millones de Certificados de Participación, suscrita en su mayoría (88%) por pequeños inversionistas (*El Mercado de Valores*, julio 16, 1945, p. 1), y es una tendencia sana desde ciertos puntos de vista, pero dista mucho de constituir el ideal desde el punto de vista del banco central, que se ve privado de hacer sentir su propio peso en el mercado en ocasión de esas emisiones.

<sup>60</sup> Según reciente legislación presentada al Congreso para su aprobación, se desea establecer que tanto el Gobierno Federal, como los gobiernos locales y los municipios, “no puedan hacer uso de créditos públicos si no son destinados a la construcción o financiamiento de trabajos públicos que sean directamente reproductivos” (véase *El Nacional*, 11 de octubre de 1945, p. 1).

<sup>61</sup> Cf. el hincapié hecho en estos factores por el Director General del Banco de México en su conocida conferencia pronunciada en 1943 (reimpresa en E. Villaseñor, *Ensayos interamericanos*, México, 1944, pp. 149-188).

po el gobierno no redujera su ritmo de gastos en relación con el de sus ingresos corrientes hizo más difícil la regulación. No fue hasta 1944 cuando el gobierno anunció que elevaría algunos impuestos, reintegraría al Banco de México buena parte de su adeudo y usaría de sus ingresos corrientes para las obras públicas.<sup>62</sup> Aun así, sin embargo, la expansión continuó. La cartera de valores del gobierno en poder del Banco de México aumentó \$89.5 millones entre diciembre de 1943 y diciembre de 1944.<sup>63</sup> En el presente año, se volvieron a emitir bonos. Además, desde 1943 ha sido un fuerte factor de expansión secundaria el alza de salarios, incluyendo los aumentos establecidos por la Ley de Compensaciones de Emergencia al Salario Insuficiente, aumentos, por otra parte, justificados desde todos los puntos de vista, pero que, con una política financiera distinta en años anteriores, no habrían sido tan inflacionarios.

En general, y por motivos ajenos a la actuación de nuestro banco central, no se ha contenido eficazmente la inflación. Hoy día es ya inútil llorar los platos rotos; pero sí vale la pena seguir especulando sobre quién los rompió y cómo, para evitar que se vuelvan a cometer los mismos errores. De cualquier modo, nos hallamos en una situación vulnerable en cuanto a la comparación internacional de los niveles de precios y éste es un hecho que no hay que perder de vista.

## VII

Es casi obligado concluir este breve e incompleto estudio con algunas consideraciones sobre el porvenir.

Se ha dicho antes que la preocupación antigua para evitar la inflación se ha trocado por la de impedir la deflación, y es de esperar que no sobrevenga la misma falta de éxito. Aun suponiendo que la expansión de origen externo iniciada en 1941-1942 quede contrarrestada por los cambios en el comercio exterior inherentes al paso de la economía de guerra a la de paz, es un hecho que la expansión deficitaria del gobierno y la natural expansión crediticia nos dejarán con un elevado medio circulante. La elevación de nuestros precios con relación a los externos será un obstáculo al fomento de nuestra actividad exportadora. Para evitar una deflación será preciso reactivar la economía por diversos medios, entre ellos los monetarios. Dado que una proporción importante de los ingresos

<sup>62</sup> En 1943, se anunció una emisión de Bonos de la Defensa, por \$200 millones, ostensiblemente para reducir el medio circulante; pero es bien conocido el fracaso de esa emisión. Según la memoria del Banco de México de ese año, la parte emitida efectivamente fue de \$31.5 millones (*Vigesimasegunda Asamblea*, p. 37).

<sup>63</sup> Banco de México, *Vigesimatercera Asamblea*, p. 36.

del Estado proviene aún de la exportación e importación, el gobierno, si desea mantener un ritmo de gastos de consideración —y puede ser más necesario que nunca que lo haga—, tendrá que financiar una parte de ellos mediante emisión de bonos. Si se pudieran colocar éstos entre el público de tal manera que éste invirtiera en ellos sus atesoramientos (y no sus depósitos en cuenta de cheques), se pondría en marcha una parte del circulante hoy inactiva.<sup>64</sup> De otra manera, quizá habrá que recurrir de nuevo al banco central. Entonces se corre el peligro de que se repita la experiencia de 1938, cuando, por existir desde antes una expansión interna, los nuevos gastos agravaron las dificultades de la balanza de pagos, con sus consecuencias sobre el tipo de cambio. Es, desde luego, lamentable que el gobierno no haya reformado su sistema impositivo en los últimos años, aprovechando el auge, y no haya, tampoco, constituido una reserva líquida para gastar en la época de depresión si llegara ésta. Si la política fiscal hubiera sido adecuada a partir de 1937, el Banco de México estaría mejor capacitado para actuar enérgicamente mediante el redescuento, la compra de valores y la disminución de los porcientos de reserva obligatoria cuando se aproxime el descenso de la actividad. Dada la situación actual, tendrá que actuar con la mayor cautela, cuidando de no crear desconfianza o incertidumbre ni agravar las dificultades que pudiera haber para el mantenimiento del tipo de cambio.<sup>65</sup>

Una de las mayores incógnitas para las autoridades monetarias será la actitud del público hacia sus saldos en efectivo. Durante la inflación las autoridades han fomentado la liquidez hasta donde ha sido posible, justamente cuando el público ha preferido invertir o gastar (aunque no comprar bonos de renta fija emitidos por el gobierno); con el descenso que se avecina, habrá que incitar al público a gastar gradualmente sus saldos (inclusive desatesorar monedas de plata) o a no tener dinero en efectivo sino invertirlo, ya sea en bienes o en bonos. El éxito que se tenga dependerá en su mayor parte de las previsiones del público mismo acerca de los precios futuros; si cree que éstos van a descender, preferirá mantener saldos en efectivo y los emprendedores disminuirán a su vez su demanda de crédito; si, por el contrario, se juzga que los precios se sostendrán —lo cual depende en gran parte del curso del comercio exterior—, habrá menor tendencia a la liquidez, mayor demanda de crédito y se fortalecerá el sostenimiento de los precios.

Estamos, seguramente, en una época decisiva para nuestra política monetaria y fiscal. Para el mejor desarrollo de éstas se necesita que haya un estado de

<sup>64</sup> Podría ser un factor favorable el desatesoramiento de las monedas de plata, si es que llega a alcanzar cifras importantes.

<sup>65</sup> Lo anterior se modifica si viene al país, como algunos prevén, una corriente anual considerable de inversiones extranjeras.

suma confianza. Uno de los factores de esta última será el mantenimiento del valor de las emisiones gubernamentales de bonos, lo que puede significar expandir la circulación monetaria en la fase descendente de la actividad, tal vez fomentado así la liquidez en lugar de desalentarla. Si no se desea provocar un alza de la tasa de interés, debe también proveerse de recursos al sistema bancario. En consecuencia, el problema estriba en manejar muy delicadamente las llaves de la circulación para estimular la actividad, pero sin provocar dificultades de balanza de pagos de origen interno que a la postre puedan repercutir en forma deflacionaria. Pasado el auge, será más necesario que nunca fomentar la producción y renovar los esfuerzos del banco central por canalizar el crédito hacia fines productivos, a más de seguir estimulando el crédito a largo plazo.

No se ha demostrado todavía que la mejor forma de promover el desarrollo de la economía sea mediante una expansión monetaria artificial, bien que como teoría la han sustentado los gobiernos de muchos países. Para acelerar el desenvolvimiento económico se requiere, en un país como el nuestro (a menos de usar del capital extranjero),<sup>66</sup> reducir el consumo global o sea aumentar el ahorro y canalizar éste hacia las inversiones más convenientes, entendiéndose que el consumo deben reducirlo sólo los sectores de la población que puedan, o sea los de mayor ingreso. La inflación produce, desde luego, una abstención del consumo (un ahorro forzado); pero fomenta importaciones más allá de lo conveniente y deforma la distribución del ingreso nacional, concentrando los ahorros en manos de la población de alto ingreso individual. Los aumentos de jornales apenas compensan, si acaso, la baja del salario real. Se merma, entonces, la futura capacidad de consumo de la población trabajadora. El que durante la inflación se inviertan fuertes sumas en bienes de capital no demuestra que no se habrían invertido de todos modos.<sup>67</sup>

La expansión monetaria que pueda haber en el futuro tendrá que estar más condicionada; tendrá que llevar aparejada una verdadera política fiscal; entonces la política monetaria propiamente dicha será más eficaz. No es mucho exigir pedir que en los próximos años haya mayor coordinación y cordura en las cuestiones monetario-fiscales. La rápida ojeada que en estas páginas se ha echa-

<sup>66</sup> El uso de capital extranjero también plantea problemas, a la vez que los resuelve. Me remito a unas observaciones sobre ello que hice en "La postguerra y las relaciones económicas internacionales de México", *El Trimestre Económico*, vol. x, núm. 2 (1943), especialmente las pp. 334-341; también en "Elasticidad y rigidez de Bretton Woods", *ibid.*, vol. xi, núm. 4 (1945), pp. 613-615. Véase también Javier Márquez, *Inversiones internacionales en América Latina: problemas y perspectivas*, México, Informaciones Económicas del Banco de México, S.A., 1945.

<sup>67</sup> ¿El auge de construcciones de los últimos años habría sido imposible si no hubiera habido inflación? Indudablemente que no, y quizá hasta habríamos tenido edificaciones de mejor calidad.

do a lo más saliente de nuestra experiencia en tres lustros permite, al menos, apreciar los aciertos y los errores que conviene tener más presentes; sobre todo, se desea que, como reza el epígrafe con que se encabeza este estudio, se aprenda “la dura lección de la humildad frente a los hechos combinada con audacia para imaginar sus posibles interrelaciones”.

#### APÉNDICE

Sería poco útil tratar de dar una definición académica de lo que es, propiamente, la inflación. No es un fenómeno que se pueda explicar de un modo simplista por medio de una fórmula que relacione el volumen de medios de pago con el de bienes disponibles en un momento dado. Tampoco puede decirse de un modo tajante —y esto lo comprueba la evolución de la teoría monetaria durante los últimos quince años— que una expansión monetaria sea sinónimo de inflación, o que la depreciación del valor externo de la moneda produzca inflación. En el mundo económico no se puede establecer una relación directa de causa y efecto que no requiera, para su validez, una serie de salvedades que, por su gran número, no podrían manejarse simultáneamente. Por tanto, es necesario, al considerar fenómenos como los que son objeto de este estudio, hacer una selección de los elementos más importantes que influyen en determinada situación, para compararlos aisladamente, apreciar su significación relativa, intentar atribuir elementos de causalidad a cada uno y discernir si la influencia de estos elementos cambia con el transcurso del tiempo. La selección tiene en cuenta no un caso teórico, sino un caso real como el de México.

El fenómeno que ha dado en llamarse inflación es un proceso dinámico, no una situación estática, y en él influyen no sólo las magnitudes absolutas y relativas de los factores causantes, sino también el ritmo con que éstos se desarrollan. Por ejemplo, si en determinado momento existe en un país una cantidad de dinero X, considerada “redundante” en relación con los bienes disponibles, y hay un volumen de crédito Y y el déficit del presupuesto es Z, a menos que se sepa con qué ritmo está creciendo cada uno de esos elementos, qué destino está teniendo el crédito bancario, en qué se gasta el déficit presupuestal y qué posibilidades hay, por ejemplo, de que aumente o disminuya el comercio exterior, no sería posible afirmar si hay o no inflación. Y aun eso no bastaría. Sería preciso saber, además, con qué velocidad está circulando el dinero (tanto la moneda en circulación como los depósitos bancarios) y en qué sectores de la economía (la industria, la agricultura, etc.) circula con mayor rapidez; y sería también necesario estimar hasta qué punto se dispone de una reserva de recur-

sos desocupados y económicamente ocupables a corto plazo, y de materias primas y otros factores almacenados, en qué medida y por cuánto tiempo pueden ser elásticos la producción agrícola e industrial, el servicio de transportes, etc.; qué consecuencias tendrá todo ello en el comercio exterior; cuál será la influencia de los acontecimientos en el exterior; qué posibilidades hay de que aumenten las inversiones en el país; etc.<sup>68</sup> Una expansión monetaria en sí no puede juzgarse independientemente de factores como los que se acaban de mencionar.

Ahora, una expansión monetaria puede definirse provisionalmente como un aumento *deliberado* del ingreso nacional vía la cantidad de dinero y su velocidad-ingreso. Puede lograrse de varias maneras; por ejemplo, un gobierno puede crear un déficit del presupuesto financiado con crédito del banco central o pagar sus gastos con títulos al portador que el público pueda descontar en el banco central o en el mercado si lo desea. El que la inyección inicial de dinero a la circulación cree un proceso acumulativo o no depende principalmente del destino que tengan los gastos extrapresupuestales. Otra forma de crear dinero adicional, indirectamente, consiste en alentar al sistema bancario a conceder crédito, ya sea permitiendo a los bancos usar mayor proporción de sus recursos o manejando el mercado de dinero de tal manera que las tasas de interés se mantengan bajas. El que este procedimiento surta efecto o no, depende, entre otras causas, de las perspectivas que la posibilidad de pedir crédito pueda ofrecer a los elementos productores.

Pero a menos que el ritmo de aumento sea constante o creciente, no es probable que la inyección inicial de dinero o de crédito baste por sí sola, para dar lugar a un *proceso de expansión*, salvo que genere una serie de expansiones “secundarias” importantes. Es precisamente esto lo que permite distinguir entre una expansión monetaria que se podría llamar artificial y una natural provocada por el ritmo mismo de la actividad, por el comercio exterior, por ingreso de capitales, etc. Es evidente que un superávit en la balanza de pagos tiene un *efecto inmediato* igual al de una expansión monetaria artificial, por cuanto que se pone en circulación una cantidad de dinero que, *por el momento*, es superior a las necesidades del país. Pero de no existir obstáculos a la importación, o al aumento de la producción nacional, o de no existir “filtraciones” (atesoramientos, desviación del dinero hacia el mercado de valores, de bienes raíces, etc.), se genera en un lapso relativamente breve un crecimiento de las importaciones o de la producción interior que restablece el equilibrio entre la cantidad circulante y la de bienes y pone fin a la “expansión” (salvo que ésta tenga efectos secundarios importantes).

<sup>68</sup> Para quienes gustan de la terminología de moda, habría que conocer la propensión a consumir, la propensión a importar, la escala de preferencia por la liquidez, etc.

El efecto de un ingreso de capital es muy parecido. Aumentan los recursos de los bancos y ello puede dar lugar a un crecimiento del volumen de crédito, e indirectamente a un aumento de las importaciones y de la producción interior. Después de un lapso quizá más largo que en el caso anterior, se restablece el equilibrio entre el medio circulante y la oferta de bienes, aunque no sin provocar tal vez una ligera alza de precios cuya rapidez dependerá, ante todo, del grado de elasticidad de la producción nacional y de la demanda de importaciones.

En resumen, una expansión monetaria causada por un saldo favorable de la balanza de pagos no tiene por qué traducirse en un proceso inflacionario acumulativo, a menos que exista, por una parte, una situación de “ocupación plena” de los recursos y la mano de obra, y, por otra parte, una serie de obstáculos infranqueables a la importación. En cambio, una expansión monetaria artificial, si su ritmo es constante o ascendente, corre el peligro de llegar a convertirse en un proceso de inflación si, en primer lugar, la oferta de factores de la producción es en general poco elástica; en segundo, si no genera fuerzas tendientes a restablecer el equilibrio (por ejemplo, mayor deseo de invertir y, en consecuencia, de adquirir bienes de producción —maquinaria, equipo, etc.— importados o del país); tercero, si no hay posibilidad de importar libremente, o al menos en cantidades suficientes para abastecer la industria en su actividad normal; y cuarto, si hay factores de incertidumbre, reflejados en grandes saldos ociosos contra los que el banco central tiene que guardar una reserva prudente en caso de que emigren y que obligan a limitar el crédito a un volumen también prudente.<sup>69</sup>

En otras palabras, la expansión monetaria artificial, si no se vigila ni se aplica con mesura, puede dar resultados muy contrarios a los previstos. Constituye un arma sumamente poderosa en manos de un Estado, pero puede convertirse en arma de dos filos. Y puede ocurrir, si no logra animar la actividad económica en la medida deseada y las propias obras públicas y gastos del gobierno se encarecen, que el Estado se vea obligado a servirse de ella más y más hasta que quede sujeta a influencias incontrolables y provoque repercusiones secundarias que agraven el problema; podrían entonces surgir síntomas de inflación relacionados con factores psicológicos muy explicables: el temor de que continúen subiendo los precios, de que pueda depreciarse más el valor externo de la moneda, el acaparamiento de mercancías, un aumento súbito de la velocidad de circulación del dinero, la fuga de capitales, etc.

<sup>69</sup> En tanto la expansión monetaria *artificial* genere el restablecimiento del equilibrio a través de importaciones, exige al mismo tiempo una depreciación cambiaria; lo cual, en determinadas condiciones, puede convertirse a su vez en factor conducente a la inflación.

Entre los elementos secundarios que intensifican la expansión monetaria artificial, una vez pasado el punto que, por falta de otro nombre, se designa como de “ocupación plena”, pueden contarse los siguientes: alza de salarios y costes en general, expansión crediticia especulativa, una excesiva inclinación a gastar en consumo y una falta de inclinación correspondiente a invertir o una tendencia a invertir capitales en el mismo tipo de obras en que gasta el dinero el gobierno (por ejemplo, construcciones), un estancamiento de la producción y de la exportación y, en ciertas condiciones, una depreciación cambiaria. Cualquiera de estas repercusiones puede hacerse sentir parcialmente, en ciertos sectores de la economía, antes de alcanzarse la situación de “ocupación plena”, o bien conjuntamente con algunas de las demás. Por ejemplo, un encarecimiento de determinadas clases de mano de obra puede repercutir desfavorablemente en una industria de exportación, y en último análisis, en el tipo de cambio, sobre todo si el alza de salarios fomenta el consumo de artículos importados (o artículos nacionales hechos de materias importadas). Y así sucesivamente. Pueden imaginarse diversas situaciones semejantes.

Vale la pena reflexionar brevemente sobre algunos elementos de repercusión secundaria que se han mencionado. El más importante es quizá el alza general de salarios y costes. En sí, un alza de salarios provocada por una mayor demanda de mano de obra, creada a su vez por la expansión monetaria artificial, no tiene por qué ser factor inflacionario a menos que coexistan otras circunstancias. Estas pueden ser, por ejemplo, una falta de aumento correlativo en la producción de bienes de consumo corriente,<sup>70</sup> un encarecimiento de artículos de consumo importados (o nacionales producidos con materias primas importadas),<sup>71</sup> una desviación de las ganancias comerciales e industriales hacia la acumulación de existencias en previsión de posibles alzas de precios, o hacia la constitución de reservas líquidas o depósitos ociosos o capitales en víspera de emigrar. Si el efecto conjunto de ello es elevar los precios en general, o en ciertos sectores importantes, no tardan en subir nuevamente los salarios, y esto a su vez vuelve a provocar el ciclo, desenvolviéndose así una expansión inducida por el alza de salarios.<sup>72</sup>

En definitiva, este proceso viene a ser uno en que la capacidad de compra crece con un ritmo mayor que el de la disponibilidad de bienes de consumo; lo

<sup>70</sup> Lo cual puede ocurrir de un modo particular si el ritmo de gastos deficitarios, alcanzada ya la “ocupación plena”, es muy rápido o de rapidez creciente.

<sup>71</sup> Sobre todo si en el extranjero están subiendo los precios o si una depreciación de la moneda o un aumento de aranceles encarecen la importación.

<sup>72</sup> Pueden no aumentar las *tasas* de salario, sino solamente los ingresos por semana de los obreros (tiempo normal más tiempo extra, etc.), es decir, las nóminas aunque bastaría lo primero para que hubiera efectos inflacionarios.



que, a falta de elementos compensadores, produce invariablemente un alza de precios (por supuesto que de distinto grado para distinto tipo de bienes). Esta elevación general de precios se alimenta de dos maneras: por el lado de la demanda efectiva (ya examinado) y por el de los costes de producción. Contrariamente a lo que se cree, en época de expansión monetaria los empresarios son capaces de soportar alzas considerables de salarios, sobre todo a corto plazo, porque fácilmente pueden elevar sus precios de venta y hacer que la población consumidora, cuyo ingreso global está creciendo, absorba la elevación de los costes, elevación que puede ser tanto mayor si coinciden otros factores: alza de precios de importaciones, competencia con el Estado en compra de materiales y equipo, desconfianza y temor de nuevas alzas, acaparamiento, etc.

Además del efecto de la inflación secundaria provocada por el crecimiento de las nóminas, puede presentarse otro fenómeno, aunque no por fuerza ha de ocurrir, ni de ocurrir simultáneamente con el primero. Este fenómeno es una expansión crediticia especulativa. Una expansión de crédito en sí, provocada deliberadamente por las autoridades monetarias o por aumento natural de los recursos de los bancos, no tiene por qué desencadenar una inflación si el destino del crédito es la actividad industrial y agrícola corriente y la comercial normal (no especulativa), y si se estimula el crédito a largo plazo.<sup>73</sup> Pero si toma la forma de crédito a corto plazo para operaciones comerciales especulativas (de importación o de almacenamiento de subsistencias y artículos esenciales), entonces el proceso inflacionario puede agravarse por dos conceptos: *a*) porque ese tipo de crédito ayuda a substraer bienes del mercado monetario<sup>74</sup> y *b*) porque distrae dinero del mercado monetario y de capitales y tiende a encarecer el crédito en general y el destinado a operaciones normales en particular.

Por supuesto que para las autoridades monetarias no es imposible vigilar ese tipo de expansión crediticia; pero no es tarea fácil y requiere medidas de distinta índole. En México, como se ha visto, además de la vieja preferencia por el crédito comercial a corto plazo —en el cual hay siempre cierto elemento de préstamo prendario— y de la costumbre de documentar los créditos para capital de trabajo como préstamos comerciales a corto plazo, ha habido ocasiones en que el volumen de crédito ha crecido desproporcionadamente, aunque a veces por motivos justificados,<sup>75</sup> con los efectos consiguientes en el proceso de inflación.

<sup>73</sup> Claro que una situación sana requeriría que los recursos que emplean los bancos no sean depósitos que en un momento dado podrían retirarse.

<sup>74</sup> Esta clase de crédito es muy atractiva para los bancos en época de alza de precios; para los especuladores o comerciantes acaparadores es igualmente ventajosa.

<sup>75</sup> Por ejemplo, en 1941 cuando se apremió a los bancos a facilitar crédito para importaciones, en previsión de futuras dificultades para importar.

Otro de los elementos que condicionan una inflación es la proporción de sus ingresos que, haciendo abstracción de las importaciones, los trabajadores y la población ocupada en general acostumbran gastar en bienes y servicios de consumo. Si es muy elevada o si muestra una tendencia creciente, los gastos deficitarios del gobierno o la expansión monetaria inicial tienen mayores repercusiones secundarias en los precios. En cambio, si existe una inclinación señalada a ahorrar buena parte de los ingresos y si a medida que crezcan éstos se acentúa esa inclinación, la tendencia inflacionaria es necesariamente menor. El que lo sea en mayor o menor grado depende también de otra circunstancia: la inclinación de los agricultores, los comerciantes y los industriales a invertir, ya sea sus propios ahorros o los de otras personas, en nuevas actividades productivas. No basta que la gente ahorre una parte de sus ingresos, sino que, en época de expansión monetaria, para que la tendencia a la inflación sea mínima, es preciso que los ahorros se inviertan predominantemente en la producción de bienes de consumo, aunque también en la de bienes de producción que contribuyan a aumentar la de bienes de consumo. O bien la inversión de los ahorros puede realizarse en importaciones, que reducen transitoriamente el medio circulante y a la vez abastecen el mercado de más bienes. Resulta difícil afirmar en qué circunstancias o en qué medida los ahorros se convierten efectivamente en inversiones; pero puede decirse de un modo general que depende de las perspectivas que se formen los agricultores, los industriales y los comerciantes acerca de los precios, la situación económica general, la confianza política (tanto en el país como en el exterior), la política obrera y de salarios, etc.

No siempre los ahorros (es decir, el dinero no gastado en consumo ni en importaciones) se orientan hacia los tipos de inversión que más podrían contrarrestar los posibles efectos inflacionarios de una expansión monetaria. En determinadas circunstancias, sobre todo de incertidumbre política, puede ocurrir que la inclinación a invertir se concentre casi exclusivamente en actividades que ofrezcan un máximo de seguridad para el inversionista, pero que no son las más deseables para el país: ejemplo de ello es un auge de construcciones como el que se ha desarrollado en la Ciudad de México y, en menor escala, en otras poblaciones de la República, durante los últimos ocho años. Las construcciones en sí pueden tener efectos muy saludables en la economía, por cuanto que crean una amplia demanda de materiales, de instalaciones, de bienes de consumo durables y de mano de obra. Pero si la intensidad de la inversión en ellas y su ritmo no guardan proporción con otras inversiones y si, como ha ocurrido en México, han competido con el gobierno por las mismas materias primas y la misma mano de obra (ya que el gobierno gasta la mayor parte de su déficit en obras públicas y construcciones), entonces ocurre un crecimiento de las nómi-

nas y de los gastos en materiales concentrado exclusivamente en un sector de la economía, sin que quede compensado por un aumento paralelo de la producción de otros bienes. En tal caso, un auge de construcciones puede considerarse como un elemento secundario —pero importante— de la inflación.

Dado que los gastos en alimentos constituyen la parte más gruesa del presupuesto de la clase obrera y media, es también de especial importancia determinar si una expansión monetaria estimula directa o indirectamente la producción agrícola en suficiente medida para que no se eleven mayormente los precios de las subsistencias. Si por determinados motivos —políticos o de otra naturaleza— la producción del campo resulta inelástica, la expansión monetaria, que genera ingresos rápidamente, produce en poco tiempo un alza de las subsistencias y del costo de la vida en general, que a su vez puede conducir a aumentos de salario, etc. En general, cualquier estancamiento de la producción tiende a complicar y a agravar los efectos de la expansión monetaria, porque o bien significa una insuficiencia de bienes con respecto al medio circulante, u obliga a efectuar importaciones anormales y crea dificultades en la balanza de pagos. Si la producción cesa o se detiene en algunos sectores, inevitablemente provoca problemas en otros, inclusive en las industrias de exportación. Es más, desalienta la inversión en otras actividades cuyo mercado puede o podría constituirlo en su mayor parte la industria de transformación nacional.

Las posibles dificultades creadas a los sectores económicos dedicados a la exportación son en extremo graves, porque una expansión monetaria constituye un estímulo directo a la importación. Se crea un desequilibrio en la balanza de pagos y las posibilidades de reequilibrio son difíciles y escasas. Por una parte, las alzas de salarios y costes en general —el alza de la estructura de precios e ingresos— repercuten desfavorablemente en la exportación, y de un modo muy particular si en el extranjero ocurre, como en 1937-1938, una depresión de la actividad. Por otra parte, la poca elasticidad de la producción nacional tiende a hacer que buena parte del dinero derramado por el Estado se desvíe hacia la importación de bienes de consumo, además de que muchas de las obras públicas y de las inversiones particulares pueden exigir fuertes importaciones de equipo, maquinaria, materias primas, etc. La creciente “prosperidad” generada por la expansión monetaria pone en manos del público dinero que desearía gastar en artículos que el país no produce (automóviles, refrigeradores, etc.). La misma construcción de caminos fomenta la importación de vehículos para transitarlos. En general, desde el momento en que se inicia un alza franca de los precios en el interior, más rápida que en el exterior, tiende a crecer la importación y a disminuir la exportación. Esto se traduce directamente en presión sobre el tipo de cambio (a menos que existan movimientos de “invisibles” que

la compensen), y pone en duda la suficiencia de la reserva monetaria del banco central para hacer frente a salidas bruscas de capital sin abandonar su estabilización del mercado cambiario. Si, por añadidura, se produce en el extranjero una disminución de la demanda de las exportaciones, o se suscitan factores especulativos e incertidumbre política —como en el caso de México en 1937-1938 y en 1939-1940—, la tendencia a la depreciación es casi segura. En ciertas circunstancias, ésta puede ser benéfica, pero no hay que pasar por alto dos posibles consecuencias adversas: el encarecimiento de importaciones esenciales<sup>76</sup> y el poco estímulo que en algunos casos puede representar para la exportación. No se quiere decir que la expansión monetaria produzca la depreciación ni que ésta provoque inflación. La depreciación bien puede originarla más bien una pérdida de mercados externos. Pero no cabe duda que si ocurre esto último, la expansión monetaria, y el fomento de importaciones a que da lugar, dificulta el reajuste de la balanza de pagos y la estabilización del tipo de cambio. En cuanto a la inflación, para que sea consecuencia de la depreciación, o para que ésta la avive, tiene que haberse llegado a una etapa de hiperinflación semejante a la alcanzada en Alemania después de la guerra pasada, en Grecia hace un año, y en Alemania, China y Japón hoy día, cuando ha habido factores psicológicos especiales y una imposibilidad casi absoluta de abastecerse de importaciones.

De lo anterior puede deducirse que, con ayuda de determinadas circunstancias, la expansión monetaria artificial puede ser un poderoso estimulante de la economía; pero que, según sus repercusiones secundarias sean o no acumulativas, puede causar grandes desajustes. Su mayor eficacia parece darse, hasta donde puede informar la experiencia en muchos países, en épocas de depresión y desocupación; y su mayor peligro cuando se han alcanzado condiciones de ocupación más o menos plena de los recursos y la mano de obra. *Mutatis mutandis*, “una máquina no funciona a menos que se aceite bien; y aunque un principiante pueda deducir de ello que cuanto más aceite le ponga mejor funcionará, el hecho es que el exceso de aceite la obstruirá”.<sup>77</sup>

<sup>76</sup> Este problema ha hecho pensar a muchos en la conveniencia de un control de cambios de tipos diferenciales en aquellos casos en que una expansión monetaria para obras públicas y de industrialización encarece la importación de artículos esenciales al producir una depreciación. Véanse, por ejemplo, las sugerencias de Raúl Prebisch, *El patrón oro y la vulnerabilidad económica de nuestros países*, Jornadas 11, México, El Colegio de México, 1944. Últimamente, el profesor Alvin H. Hansen se ha mostrado partidario de un sistema semejante para los países productores de materias primas; véase su *America's Role In the World Economy*, Nueva York, 1945, apéndice A, pp. 183-187.

<sup>77</sup> Alfred Marshall, *Money, Credit and Commerce*, p. 38.

