

## LA POLÍTICA MONETARIA: 1973-1981

Alejandro Vázquez Enríquez\*

El propósito de este artículo es el de analizar y evaluar los principales rasgos y limitaciones de la política monetaria desarrollada por México durante los últimos nueve años. La evaluación de los alcances de la política monetaria durante estos años resulta de especial interés, ya que es justamente en este periodo cuando una serie de condiciones presentes en el desarrollo de la economía mexicana empiezan a modificarse en forma importante. Las restricciones tradicionales que el país enfrentaba para continuar con su proceso de industrialización y crecimiento se recrudecieron durante los primeros años de la década de los setenta. La inflación interna se aceleró por encima de lo que había sido en las últimas décadas. Estos fenómenos se vieron agudizados aún más por el contexto internacional, el cual también cambió en forma significativa. Gran parte de los países occidentales se vieron, en estos años, en medio de una recesión económica combinada en la mayoría de los casos, con importantes desajustes financieros. México, en el año de 1976, enfrentó una crisis económica y financiera de proporciones importantes, la cual se tradujo en una devaluación brusca del peso frente a las principales divisas. Como consecuencia de la situación económica se introdujeron modificaciones importantes en las distintas políticas económicas, incluyendo la propia política monetaria. El régimen de tipo de cambio fijo, que estaba vigente en México desde hacía varias décadas, fue abandonado, asimismo la política de tasas de interés fue modificada. Todas estas nuevas circunstancias hacen necesaria una evaluación de la política monetaria, seguida durante la década de los setenta.

Es importante hacer notar que el análisis de la política monetaria que se lleva a cabo en este trabajo se refiere, exclusivamente, a la influencia que la política tiene sobre las principales variables moneta-

rias como son la base monetaria misma, la tasa de interés, la oferta monetaria en sus distintas presentaciones<sup>1</sup> y el crédito interno. Por tanto, se deja de lado, para un estudio posterior, un análisis del impacto de la política monetaria sobre las variables del sistema económico como son los precios, la producción, el empleo, el comercio exterior, etcétera.

El estudio se divide en cuatro secciones. En la primera de ellas, se hace una descripción de los distintos instrumentos de política monetaria que en principio, están disponibles para la regulación de las principales variables monetarias. Asimismo, en esta sección se reseñarán las principales características del diseño ortodoxo de la política monetaria, es decir, la forma típica como esta serie de instrumentos se combinan entre sí para el logro de los objetivos monetarios planteados. Los conceptos introducidos en este apartado servirán de marco de referencia para la discusión del diseño de la política monetaria en México, el cual se abordará en la segunda sección. En la tercera sección se analiza, apoyado en evidencia empírica, la evolución y las principales características de la política monetaria, llevada a cabo durante los últimos nueve años. Por último, en la cuarta sección se incluirán algunos comentarios finales referentes a las limitaciones que el actual sistema financiero mexicano presenta.

### I. INSTRUMENTOS MONETARIOS Y EL DISEÑO ORTODOXO DE POLÍTICA MONETARIA

La política monetaria es una de las áreas de la política económica que se caracteriza por contar con

<sup>1</sup> Existen distintas definiciones de oferta monetaria; éstas, a su vez, han sido denominadas  $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$ , etc., según se incluyan diferentes conceptos.  $M_0$  incluye circulantes y depósitos a la vista;  $M_2$  incluye  $M_1$  y cuasidinero;  $M_3$  incluye  $M_2$  más intermediación en el mercado internacional.

\*La elaboración de las series estadísticas fue realizada por Alejandro Villagómez Amescua.

un número muy variado de instrumentos. Estos pueden en principio, ser divididos en dos grandes grupos. En primer término, se deben considerar aquellos instrumentos que por actuar en una forma más permanente sobre la oferta monetaria y sobre la liquidez general del sistema económico, se les podría denominar como instrumentos de carácter básico. Entre éstos, al menos, deben incluirse tres mecanismos: las operaciones de mercado abierto, las operaciones de redescuento y las modificaciones en el régimen de encaje legal.

Un segundo grupo de instrumentos que, por tener un carácter más circunstancial, se les podría denominar como instrumentos adicionales o de apoyo. Este segundo grupo comprende naturalmente una gran gama de estilos y formas, los cuales en la práctica, tienden a estar conformadas más bien por la experiencia y el marco institucional propios de cada país, que por algún manual de política monetaria. En las tres siguientes subsecciones se describe en forma muy resumida en qué consiste cada uno de estos instrumentos, así como la forma como estos se combinan para el diseño ortodoxo de la política monetaria.

## 1. Instrumentos básicos

El instrumento de política monetaria, conocido como operaciones de mercado abierto, consiste en la compra y venta de valores por parte del Banco Central. Está diseñado para influir directamente y a través de mecanismos de mercado típicos, sobre la liquidez del sistema económico. Las autoridades monetarias pueden modificar el grado de liquidez del sistema a través de vender o comprar valores al sector privado (incluyendo en éste, tanto a la banca comercial como al público en general). Este mecanismo de mercado responde a una regla muy simple; en general, entre mayor es la tasa de interés mayores son las posibilidades de venta de valores por parte del Banco Central y viceversa. La ventaja de este instrumento recae en la gran flexibilidad que posee, ya que este tipo de operaciones puede ser realizado en magnitudes de consideración, además de que en ellas se puede combinar tanto al sector bancario como al público en general.

El segundo instrumento básico que se mencionó es el crédito que el Banco Central puede otorgar a la banca comercial. En última instancia, este instrumento se reduce a la posibilidad de acceso que la banca comercial tiene a las operaciones de redescuento y a la tasa a la que estas operaciones son realizadas. Por medio de este sistema, el Banco Central determina su política de crédito a la banca comer-

cial e influye por tanto, en la liquidez del sistema. A diferencia de las operaciones de mercado abierto, este instrumento resulta de menor flexibilidad y que, en primer término, sólo actúa a través de la banca comercial y en segundo, sólo puede actuar sobre los recursos existentes en la banca comercial.

Por último, el instrumento básico que se refiere a la administración de la reserva mínima o encaje legal es también un instrumento de acción directa que regula las reservas que la banca comercial sostiene en el Banco Central. Lo hace, al igual que las operaciones de redescuento, por mecanismos extramercado y actúa sobre los activos de la banca comercial. El Banco Central determina la tasa mínima de reserva que los bancos comerciales deben guardar en el Banco Central y de esta forma, regula también la liquidez del sistema bancario. Cualquier movimiento de las reservas bancarias, a través de un ajuste en la reserva mínima legal, provoca cambios en la estructura de los activos de la banca comercial y de las instituciones financieras, lo que necesariamente afecta la capacidad de crédito de dichas instituciones y con ello, el grado relativo de liquidez del sistema.

## 2. Instrumentos adicionales

Las autoridades monetarias también disponen de otro tipo de instrumentos que pueden afectar la liquidez del sistema. A este tipo de instrumentos se les ha considerado de apoyo porque, en gran medida, son utilizados para asistir las directrices señaladas por cualquiera de los instrumentos básicos. Estos instrumentos de apoyo tienen un carácter menos permanente que los denominados básicos, ya que su mismo surgimiento y su permanencia, están determinados por las circunstancias que definen el escenario monetario en un determinado momento. Entre este tipo de instrumentos se pueden citar los dos siguientes como los más importantes por ser los de uso más difundido: control sobre la evolución de los pasivos de la banca comercial, control sobre las transacciones en moneda extranjera hechos tanto por el público en general como por la banca comercial.

El control sobre el crecimiento de los pasivos de la banca tiene un efecto cuantitativo sobre la liquidez del sistema. Dada una determinada relación pasivo/activo para la banca comercial, un control sobre el crecimiento de los pasivos tiende a modificar la liquidez del sistema en la misma dirección.

El instrumento denominado control sobre las transacciones en moneda extranjera es esencialmente un mecanismo de apoyo que permite influir sobre las reservas internacionales y a través de ellas, so-

bre la liquidez del sistema. Dentro de los instrumentos de apoyo este es tal vez el que tiene un uso más difundido entre los distintos países. Presenta además, una gran versatilidad ya que se puede plantear con diferentes grados de intervención y además tiene varias formas de instrumentarse, las cuales van desde el simple registro de las operaciones realizadas en moneda extranjera, hasta esquemas de control directo que actúan sobre el volumen y la dirección de las transacciones efectuadas en moneda extranjera.

### 3. El Diseño Ortodoxo de la Política Monetaria

Por diseño de la política monetaria se entiende la forma particular como los diferentes instrumentos monetarios, tanto los básicos como los de apoyo, se combinan para la consecución de determinados objetivos monetarios. Se entiende, a su vez, por estos últimos, el devenir que se desea para las distintas variables monetarias, tales como la tasa de interés, la base monetaria, la oferta monetaria en sus distintas acepciones y el crédito interno.

Es necesario distinguir además, que estas variables monetarias son de distinta naturaleza según el grado de control más o menos inmediato que la política monetaria pueda ejercer sobre ellas, de hecho se pueden dividir en dos grupos: en primer término, se tienen aquellas variables en que la política monetaria ejerce un grado inmediato o muy próximo de control, a las que se les podría denominar variables operativas, como es la tasa de interés y la propia base monetaria. En segundo lugar, se tiene aquel grupo de variables monetarias que están más remotas de la acción de la política monetaria, que se les podría denominar variables intermedias y que se actúa sobre ellas, sólo a través de las llamadas variables operativas. Entre estas variables intermedias se encuentra la oferta monetaria con todas sus acepciones y el crédito interno.

Para la reseña del diseño ortodoxo de la política monetaria, que servirá de punto de referencia para analizar el diseño de la política monetaria en México, resulta especialmente útil partir del análisis de la base monetaria que representa la creación de dinero primario. La definición convencional de la base monetaria que nos indica las fuentes y usos del dinero primario puede ser como sigue:

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

en donde:

$RI$  = Reservas internacionales netas.

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

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

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

$C$  = Circulante (billetes y monedas).

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

El lado izquierdo señala las fuentes de la base monetaria o del dinero primario, mientras que el lado derecho indica los usos de la misma. La identidad representa también los activos y pasivos del Banco Central respectivamente. Un aumento en la base monetaria significa que la deuda con el Banco Central, de cualquiera de los sectores que participan en la actividad económica, ha aumentado. El compromiso de la deuda adquirido por cualquiera de los sectores económicos con la banca central, representan un activo para esta última institución que, a su vez, debe ser compensado por un aumento en los pasivos del Banco Central, representados éstos por un aumento del circulante en poder del público y de la Reserva Bancaria. Así en la práctica, las fuentes del dinero primario o de la base monetaria pueden ser la deuda pública que se contrata con el Banco Central; el saldo neto de crédito que el Banco Central otorga al sector privado, especialmente al sector bancario; y la reconversión a moneda doméstica que hace la banca central de las divisas captadas.

Además, es importante distinguir que cada uno de estos elementos que componen las fuentes de la base monetaria, guarda una relación distinta con respecto al diseño de la política monetaria en relación a su grado de autonomía o exogeneidad. La deuda del gobierno es un elemento en gran medida exógeno al diseño de la política monetaria. Depende de otros objetivos de la política económica general y de la política fiscal seguida. Por su parte, los contribuyentes al cambio en la reserva internacional son de un carácter mucho más variado y dependen de diversas circunstancias. Existen factores exógenos o dados para el diseño de la política monetaria, así como factores endógenos sobre los que se tiene posibilidad de actuar. El déficit comercial de la balanza de pagos, el capital de largo plazo y la inversión extranjera directa son todos, por lo menos en el corto plazo, factores exógenos para las autoridades encargadas de hacer el diseño de la política monetaria. Por el contrario, los movimientos de capital de corto plazo, sí pueden ser influidos por la acción de la política monetaria.<sup>2</sup> Por último, los renglones que

<sup>2</sup> Esta diversidad de elementos, que intervienen en el renglón cambio en las reservas internacionales, hace que las tendencias de esta cuenta puedan deberse a diferentes circunstancias que no tienen la misma implicación de política económica. En ocasiones, la reserva

representan la deuda con el sector privado, resultan ser renglones en gran parte controlables, en forma directa, por la acción de la política monetaria. Por ello, para el diseño de la política monetaria, estos renglones, especialmente la cuenta que representa el saldo neto de crédito de la banca comercial con el Banco Central, funciona en muchas circunstancias de mecanismo o instrumento regulador.

La base monetaria o la creación de dinero primario se ve modificada, o multiplicada, en determinada proporción a través de los mecanismos financieros. En efecto, parte del dinero en poder del público se traduce en depósitos bancarios, una proporción de los cuales se transforma en crédito, el cual, a su vez, tenderá a transformarse de nueva cuenta en depósitos bancarios y posteriormente en crédito. Así, la base monetaria se ve, de hecho, multiplicada<sup>3</sup> por los mecanismos del sistema financiero para determinar la oferta monetaria en sus distintas acepciones, así como el crédito interno del sistema. Así, también resulta, como se mencionó anteriormente, que la base monetaria junto con las tasas de interés, son las variables operativas a través de cuya acción se influye sobre las otras variables del sistema ( $M_1$ ,  $M_2$ , etc. y crédito interno).

En el esquema ortodoxo de diseño de política económica,<sup>4</sup> dados los objetivos generales para el manejo de la actividad económica, se debe de determinar un grado de liquidez del sistema económico que sea congruente con esos objetivos generales. Este grado de liquidez estará determinado en principio, por los movimientos de las variables operativas, tanto de la tasa de interés como de los de la base monetaria. En la práctica, dados los lineamientos generales, el problema de la política monetaria radica en buscar la combinación adecuada para el financiamiento del déficit público, entre deuda directa con el sector privado (a través de operaciones de mercado abierto) y deuda directa con el Banco Central, de tal suerte de conseguir valores adecuados, tanto de las tasas de interés como de la base monetaria para que a su vez, estas dos variables influyan sobre la liquidez general del sistema en la forma deseada o

---

monetaria aumenta porque aumenta uno de sus componentes. En ocasiones, la reserva internacional puede permanecer más o menos constante como resultado de que las cuentas se compensan unas con otras, a pesar de darse gran actividad.

<sup>3</sup> La proporción en que la base monetaria se multiplica depende de diversas circunstancias que en última instancia determinan la magnitud y la proporción de activos que el sistema financiero sostiene en la Banca Central.

<sup>4</sup> En este sistema tradicional se supone una economía con un sistema económico y financiero suficientemente desarrollado, lo que implica que existe un sistema bancario extendido y un mercado financiero amplio. Esto presume la existencia a su vez, de que los agentes que intervienen en la actividad económica (sector privado y sector público, principalmente) están perfectamente instaurados.

compatible con los objetivos generados sobre el ritmo de actividad económica.<sup>5</sup>

Este tipo de diseño de política monetaria ortodoxo, utiliza como instrumento básico las operaciones de mercado abierto como mecanismo regulador del nivel general de liquidez. Los otros instrumentos básicos como las operaciones de redescuento y las modificaciones al sistema del encaje legal tienen un papel más pasivo. Se utilizan en gran parte como mecanismos reguladores de la liquidez del sistema ante cambios desestabilizadores de la base monetaria; son por lo tanto, utilizados generalmente para efectuar ajustes en el margen. Para evitar movimientos bruscos en la base monetaria originados por los movimientos de capital, el diseño de la política monetaria ortodoxo también incluye algunos instrumentos adicionales o de apoyo que regulan estos movimientos desestabilizadores. Tales instrumentos pueden incluir distintas formas de reglamentación de los movimientos de capital.

## II. EL DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO

El diseño de política monetaria en el caso mexicano dista en diferentes aspectos de este modelo ortodoxo. El objetivo general de liquidez en la economía no se consigue a través del mecanismo de operaciones de mercado abierto, debido a que no existe un mercado financiero bien desarrollado. En el caso mexicano las operaciones de mercado abierto, hasta el momento, no han llegado a tener la importancia debida; si bien, se han realizado varios pasos para que este instrumento tenga un impacto monetario efectivo, no se cuenta con un mercado secundario

<sup>5</sup> Estrictamente, dentro de este esquema de diseño ortodoxo de política monetaria, la propia lógica de operación del sistema exige que sólo una de las variables operativas, ya sea la tasa de interés o la base monetaria, puede ser considerada como objetivo, mientras que la otra debe jugar el papel de instrumento. En efecto, si se dice tener como objetivo operativo cualquiera de estas dos variables, por ejemplo, la tasa de interés, y partiendo de la necesidad de financiamiento de un determinado déficit público, éste sólo se podrá financiar con operaciones de mercado abierto en una proporción tal que sea compatible con las tasas de interés fijadas como objetivo. El resto de la deuda, de existir, deberá ser absorbida por el Banco Central, aumentando así la base monetaria. En este caso, la tasa de interés ocupa el lugar de variable objetivo, mientras que la base monetaria pasó a estar subordinada al cumplimiento del objetivo tasa de interés. En otras palabras, se fija la tasa de interés, y la oferta monetaria se ajusta. Se puede tener el caso contrario en donde dada la necesidad de financiamiento de un déficit público, la base monetaria podrá absorberlo hasta alcanzar el límite prefijado. Las necesidades de financiamiento de déficit público por encima del límite prefijado para la base monetaria, se tendrán que colocar en otros sectores que participen en la actividad económica, utilizando el mecanismo de operaciones de mercado abierto a costa, naturalmente, de modificar la tasa de interés. En este segundo caso se da como objetivo la oferta monetaria y es la tasa de interés la que se modifica.

## CUADRO 1

### Base Monetaria Fuentes y Usos Estructura Porcentual

		Usos			Fuentes			
		Total	Billetes y monedas poder del público	Reserva bancaria de la B. Priv. y Mixta	Total	Reserva Inter- nacional	Financ. neto al sect. púb. no bancario	Crédito al <sup>1</sup> sector privado
1973	I	100.0	30.2	69.8	100.0	25.2	49.7	25.1
	II	100.0	30.8	69.2	100.0	23.9	48.5	27.6
	III	100.0	31.3	68.8	100.0	17.7	48.4	33.9
	IV	100.0	33.0	67.0	100.0	15.7	59.5	24.8
1974	I	100.0	32.3	67.7	100.0	18.8	72.2	9.0
	II	100.0	31.6	68.4	100.0	19.9	70.9	9.2
	III	100.0	30.6	69.4	100.0	16.2	70.9	12.9
	IV	100.0	32.6	67.4	100.0	15.7	76.3	8.0
1975	I	100.0	30.8	69.2	100.0	14.2	86.5	- 0.7
	II	100.0	29.3	70.7	100.0	13.4	79.9	6.7
	III	100.0	27.7	72.3	100.0	12.5	69.6	17.9
	IV	100.0	29.2	70.8	100.0	12.8	75.7	11.5
1976	I	100.0	28.7	71.3	100.0	11.5	75.4	13.1
	II	100.0	29.1	70.9	100.0	13.2	76.7	10.1
	III	100.0	29.7	70.3	100.0	10.7	82.4	6.9
	IV	100.0	34.6	65.4	100.0	13.5	60.9	25.6
1977	I	100.0	32.6	67.4	100.0	16.7	58.2	25.1
	II	100.0	30.7	69.3	100.0	15.9	65.6	18.5
	III	100.0	28.6	71.4	100.0	17.0	64.9	18.1
	IV	100.0	29.7	70.3	100.0	16.7	67.9	15.4
1978	I	100.0	28.9	71.1	100.0	16.4	67.5	16.1
	II	100.0	28.8	71.2	100.0	15.5	76.2	8.3
	III	100.0	28.4	71.6	100.0	15.4	75.7	8.9
	IV	100.0	29.5	70.5	100.0	14.7	76.2	9.1
1979	I	100.0	28.8	71.2	100.0	15.0	71.0	14.0
	II	100.0	28.9	71.1	100.0	14.6	76.4	9.0
	III	100.0	28.1	71.9	100.0	14.3	91.4	- 5.7
	IV	100.0	29.0	71.0	100.0	14.3	91.3	- 5.6
1980	I	100.0	28.3	71.7	100.0	14.5	87.6	- 2.1
	II	100.0	27.4	72.6	100.0	14.3	84.3	1.4
	III	100.0	26.0	74.0	100.0	14.3	83.2	2.5
	IV	100.0	27.3	72.7	100.0	14.1	85.5	0.4
1981	I	100.0	27.2	72.8	100.0	13.8	84.0	2.2
	II	100.0	26.7	73.3	100.0	12.9	85.4	1.7
	III	100.0	25.1	74.9	100.0	12.5	91.0	- 3.5

<sup>1</sup> Incluye público en general y sector financiero.

Fuente: Cuadro del Anexo Estadístico.

bien desarrollado.<sup>6</sup> Así, el diseño de la política económica en México se ha tenido que plantear de otra forma.

En particular, dentro de un plan económico general que determina una magnitud para el déficit público, éste tendrá que ser financiado, prioritariamente, con crédito del Banco Central. De esta forma, los déficit del sector público tienden a repercutir en gran proporción sobre la base monetaria misma. Este hecho tiene varias implicaciones que en última

instancia estarán determinando el diseño de la política monetaria en México.

En primer lugar, la base monetaria es una variable supeditada y comprometida con las decisiones de política fiscal. La regulación de la oferta monetaria y del crédito interno se debe hacer, principalmente, a través de regular el multiplicador bancario correspondiente. El instrumento del encaje legal se ha revelado entonces, como el instrumento básico central para el diseño de la política monetaria. Por medio del sistema del encaje legal se pueden aumentar las reservas bancarias en un plazo determinado de tiempo, y así captar los recursos necesarios para el finan-

<sup>6</sup> El esfuerzo más importante a este respecto es la introducción de los CETES en el año de 1978.

ciamiento del déficit público en un determinado periodo. También, por medio del encaje legal, se regula el multiplicador bancario para modificar, en la dirección requerida, de acuerdo a los lineamientos de la política general, las posibles modificaciones que registra la base monetaria por diversas razones, entre las que se incluye el propio financiamiento de la deuda pública con el Banco Central. Así, el régimen del encaje legal está destinado a ocupar un lugar central en el diseño de la política monetaria en México. Por su parte, las operaciones de redescuento se utilizan como medida de apoyo a la del mecanismo del encaje legal en su acción reguladora de la liquidez del sistema.<sup>7</sup>

Otra característica muy importante a destacar, dentro del diseño de la política monetaria en México, es la forma particular como se influye en la fuente de la base monetaria que se refiere a las reservas internacionales netas en su renglón, movimientos de capital de corto plazo. En el caso mexicano, no existen controles directos para regular los movimientos de capital de corto plazo; en su lugar, se utiliza un mecanismo de mercado, basado en la administración de las tasas de interés, a través del cual, se desea influir en los movimientos de capital de corto plazo. De esta forma, las tasas de interés que no están determinadas en el esquema mexicano por ningún mecanismo de mercado, como en el modelo ortodoxo, pueden quedar encargadas de regular este aspecto del sistema monetario.

Este tipo de diseño de política monetaria se puede percibir en el Cuadro 1, en donde se muestra la estructura porcentual, trimestralmente, de los usos y fuentes de la base monetaria.

Como era lógico esperar, la fuente más importante de la base monetaria es el renglón del financiamiento otorgado por el Banco Central al sector público. La participación relativa de este renglón ya en el año de 1973 ocupa una proporción relevante, alcanzando a representar alrededor de 60% de las fuentes de la base monetaria. Además, muestra una tendencia clara a aumentar su participación durante lo que resta del periodo, alcanzando para los últimos años niveles superiores a 80% de participación.

El renglón de las reservas internacionales es el segundo elemento de importancia durante el periodo. Su participación oscila entre 14 y 20%, aproximadamente. Aunque este rubro muestra cierta estabilidad, ésta es el resultado de dos etapas en que la participación de este renglón es decreciente. La primera que se observa desde el inicio del periodo de análisis y se corta en el cuarto trimestre de 1976, y la segunda, que parte de ese corte y continúa el resto

<sup>7</sup> Las operaciones de redescuento también en México, son un instrumento que se utiliza para dirigir el destino del crédito.

del periodo. La columna de créditos al sector privado — que se refiere principalmente a crédito al sistema financiero — es el elemento de menor importancia relativa en promedio para el conjunto del periodo. Sin embargo, es importante señalar que, aunque relativamente pequeña en su proporción, esta última columna muestra un comportamiento claramente no uniforme, lo que parecería indicar ser congruente con la idea de que las manipulaciones de la deuda de la banca comercial con el Banco Central (en donde las operaciones de redescuento juegan un papel fundamental), son un elemento que sirve de ajuste al sistema.

Por el lado de los usos de la base monetaria también se observa un cambio en la estructura. La parte de reservas bancarias cobra mayor importancia relativa en detrimento del rubro billetes y monedas en poder público. Esto podría reflejar el efecto de que el público en general ha cambiado la estructura de sus activos, respecto a la proporción de circulante a depósitos que desea mantener, favoreciendo más estos últimos, a esto ha contribuido en parte, entre otros elementos importantes, el desarrollo del sistema bancario nacional.

### III. LA POLÍTICA MONETARIA IMPLEMENTADA EN MÉXICO: 1973-1981

#### 1. Control de las variables monetarias internas

De acuerdo al diseño de la política monetaria que se hace en México, esbozado en la sección anterior, el estudio de la Política Monetaria llevada a cabo en este país durante los últimos años, deberá en principio ser planteado bajo la siguiente lógica: El déficit público tiende a recaer, en gran parte, en deuda con el Banco Central y por lo tanto, por esta razón, en aumento de la base monetaria. Este impacto inicial puede ser contrarrestado, anulado o incluso reforzado, por el otro elemento relativamente autónomo en la base monetaria, que es el cambio neto en las reservas internacionales. Si como resultado de estos dos cambios, hasta cierto punto autónomos, el movimiento de la base monetaria no coincide con los objetivos generales respecto a la liquidez del sistema económico, esta última se debe lograr entonces, a través de la manipulación de los instrumentos disponibles para ello. En particular, a través del sistema de encaje legal auxiliado por las operaciones de redescuento, estos instrumentos tienden a modificar el primero, el multiplicador, y el segundo, la propia base monetaria al afectar el crédito de la banca comercial con el Banco Central. La descripción

CUADRO 2 (T)

*Evolución Trimestral de la Oferta Monetaria y sus Componentes*

		(1)	(2)	(3)							
		<i>Contribución a la base monetaria</i>			<i>Multiplicadores*</i>			<i>Tasas de crecimiento*</i>			
		<i>Reserva Inter- nacional</i>	<i>Financia- miento al sector pú- blico</i>	<i>Financia- miento al sector pri- vado</i>	<i>Base mo- netaria* (1 + 2 + 3)</i>	<i>Crédito</i>	<i>M<sub>1</sub></i>	<i>M<sub>2</sub></i>	<i>Crédito</i>	<i>M<sub>1</sub></i>	<i>M<sub>2</sub></i>
1973	I	—	—	—	—	—	—	—	14.9	22.0	21.5
	II	—	—	—	—	—	—	—	17.9	25.6	25.6
	III	—	—	—	—	—	—	—	18.2	26.2	26.5
	IV	—	—	—	—	—	—	—	13.0	26.1	27.3
1974	I	- 2.8	36.3	- 14.5	19.0	- 7.9	2.9	4.4	9.6	22.1	24.2
	II	0.6	39.0	- 16.1	23.3	- 11.8	- 1.2	- 0.1	8.7	22.0	23.1
	III	2.7	41.2	- 17.4	26.3	- 14.5	- 5.1	- 4.0	7.9	19.8	21.2
	IV	4.1	36.8	- 14.6	26.3	- 12.7	- 5.3	- 5.7	10.3	19.6	19.2
1975	I	0.1	43.0	- 9.9	33.2	- 16.3	- 8.9	- 10.0	11.6	21.4	20.0
	II	- 1.6	37.9	- 0.1	36.2	- 17.1	- 9.6	- 10.6	12.9	23.1	21.8
	III	1.2	25.7	11.8	38.7	- 17.7	- 11.7	- 12.9	14.2	22.4	20.8
	IV	1.8	27.3	7.7	36.8	- 13.2	- 10.8	- 11.3	18.8	22.0	21.2
1976	I	0.8	11.2	17.7	29.7	- 6.1	- 7.0	- 7.0	21.7	20.7	20.6
	II	2.7	13.4	5.5	21.6	1.1	- 2.4	- 1.7	22.9	18.7	19.6
	III	0.2	28.7	- 9.4	19.5	3.0	1.4	2.5	23.1	21.0	22.6
	IV	4.7	2.9	21.5	29.1	- 3.5	1.1	6.3	24.5	30.5	37.2
1977	I	10.1	- 0.2	19.5	29.4	- 7.9	0.9	6.7	19.2	30.5	38.1
	II	8.1	11.2	14.6	33.9	- 10.3	- 4.4	1.3	20.1	28.1	35.7
	III	12.6	6.2	17.6	36.4	- 13.3	- 7.3	- 2.5	18.2	26.5	33.0
	IV	7.6	25.3	- 6.0	26.9	- 8.5	1.6	- 2.1	16.1	24.7	24.3
1978	I	4.6	30.1	- 4.0	30.5	- 6.1	- 1.1	- 2.8	22.5	29.1	26.9
	II	4.2	33.0	- 7.7	29.5	- 4.4	3.9	0.7	23.8	34.6	30.3
	III	2.5	31.1	- 6.9	26.7	3.9	8.9	5.7	31.6	37.8	33.8
	IV	2.1	29.7	- 3.7	28.1	5.1	4.2	2.4	34.8	33.6	31.3
1979	I	3.4	25.6	2.2	31.2	4.0	4.0	2.4	36.4	36.5	34.4
	II	4.1	26.4	3.8	34.3	2.3	3.0	2.1	37.4	38.4	37.2
	III	4.0	47.9	- 16.7	35.2	0.8	- 0.3	- 0.4	36.2	34.8	34.6
	IV	4.7	47.9	- 16.7	35.9	3.9	- 1.4	- 1.2	41.2	33.9	34.1
1980	I	4.5	46.6	- 16.9	34.2	6.2	- 2.1	- 1.8	42.5	31.5	31.7
	II	5.0	39.0	- 7.0	37.0	2.0	- 5.2	- 4.7	39.7	29.9	30.4
	III	5.7	25.7	9.2	40.6	- 0.5	- 4.7	- 4.3	39.9	34.1	34.5
	IV	5.6	28.9	6.2	40.7	- 0.1	- 4.3	- 4.3	40.5	34.6	34.7
1981	I	5.0	31.8	5.3	42.1	- 1.6	- 5.3	- 5.3	39.7	34.4	34.6
	II	4.5	40.0	1.1	45.6	- 1.0	- 5.4	- 5.4	44.2	37.7	37.8
	III	4.0	50.1	- 7.6	46.5	2.4	- 9.9	- 9.9	50.1	31.9	32.0
	IV					- 12.1	- 11.8		47.8	32.0	32.5

\* Tasas de crecimiento con respecto al mismo trimestre del año anterior.

Fuente: Cuadros 1 y 2 del Anexo Estadístico.

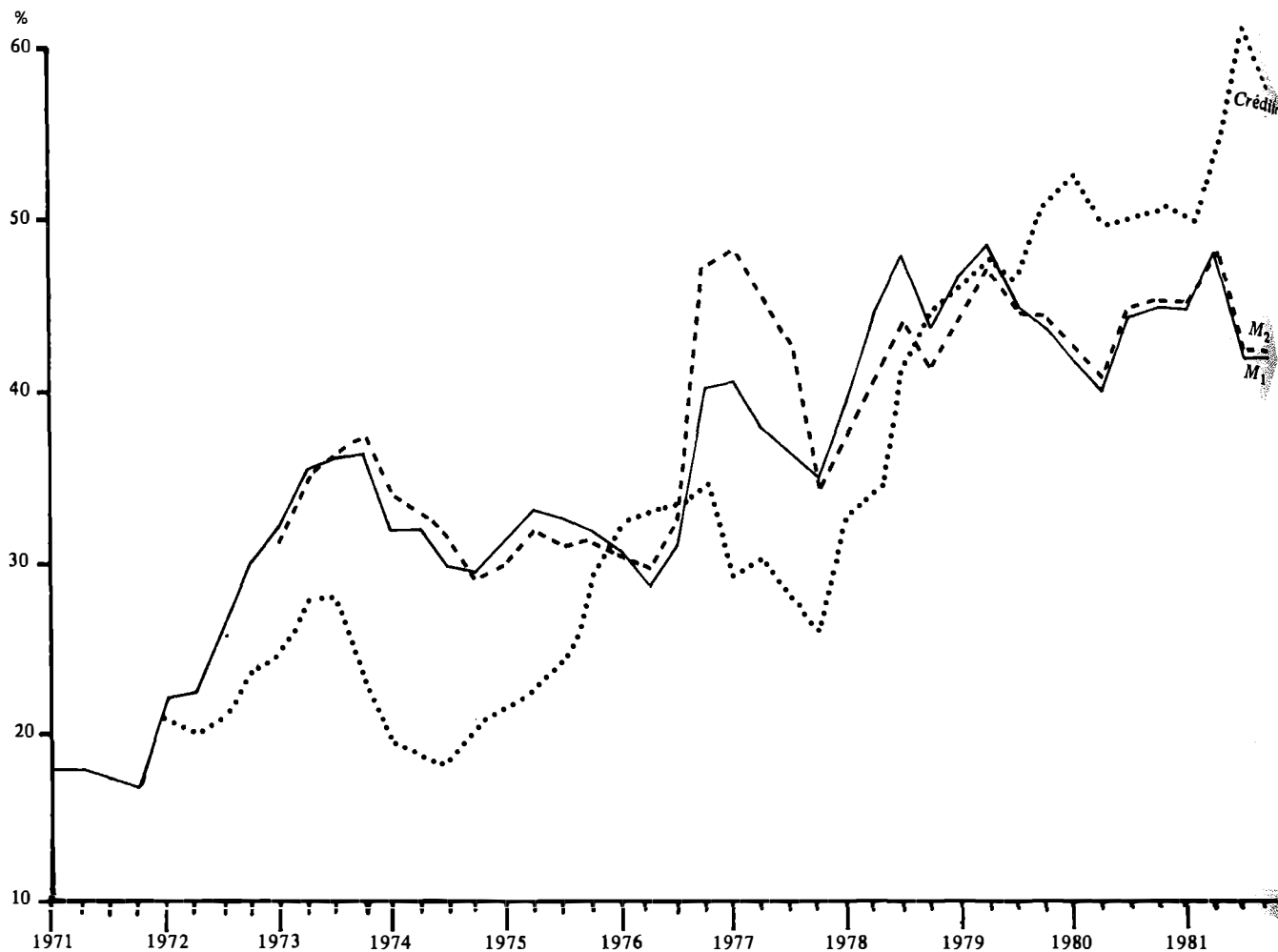
de esta lógica de funcionamiento resulta poco realista y simple. En ningún caso, el diseño de la política económica puede resultar en una forma tan nrtida. En la práctica, este esquema toma un estilo más atropellado de sucesivos ajustes. A estos contribuye, aparte del devenir de ciertas variables económicas, como por ejemplo, el déficit en cuenta corriente o la inflación, la falta de información pronta y adecuada.

En el Cuadro 2 se presentan los elementos involucrados en el diseño de la política monetaria. Las

tres primeras columnas definen las contribuciones que cada una de las fuentes de la base monetaria hace a ésta. Las tres últimas columnas representan las tres variables objetivo de la política monetaria, denominadas como variables intermedias. Estas, como tales, dependen de la base monetaria y del multiplicador respectivos. Las columnas 5, 6 y 7, representan estos últimos y son considerados instrumentos de la política monetaria, encaminados a modificar la base monetaria para conseguir los objetivos deseados. La columna 3, créditos con el sector

## GRÁFICA 1 (T)

Crédito,  $M_1$  y  $M_2$   
Tasas de Crecimiento con respecto al mismo Trimestre del año anterior



Fuente: Cuadro 2 del texto.

privado, también debe ser considerada en este esquema como un instrumento dedicado a modificar la base monetaria en el sentido deseado.

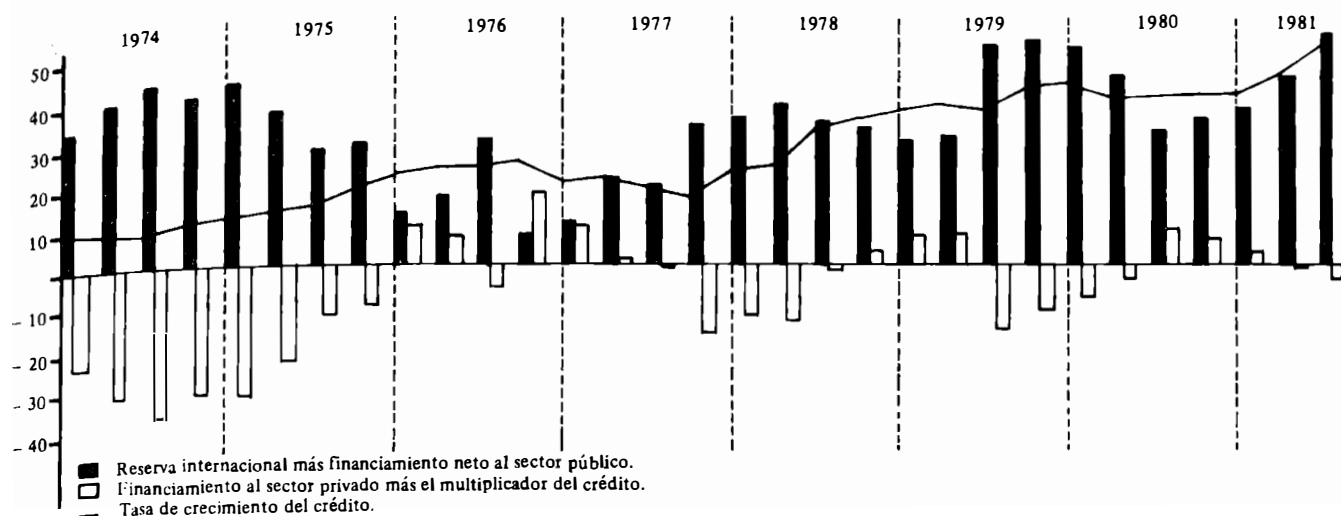
A pesar de que el análisis trimestral, presentado aquí, refleja en cierta forma el carácter de continuos ajustes que en la práctica tiene la política monetaria, con ayuda del Cuadro 2 y de la Gráfica 1 que representan las tasas de crecimiento de las tres variables objetivo y atendiendo principalmente a la variable crédito interno, es posible identificar 4 grandes subperiodos de política monetaria que dan el marco general del periodo. Estos pueden ser definidos por las siguientes fechas: después de los primeros trimestres de 1973, se registra una etapa de restricción monetaria que se extiende hasta el final de 1974. La segunda etapa correspondiente a un periodo de expansión monetaria, en donde la tasa de crecimiento aumenta trimestre a trimestre; arranca desde el

primer trimestre de 1975, llegando al último de 1976. A partir de esta fecha, se inicia una tercera fase de carácter muy restrictivo que alcanza a cubrir todo 1977. Por último, a partir de 1978 se inicia un nuevo periodo de expansión monetaria, en donde la tasa de crecimiento de las variables monetarias se eleva en forma muy rápida y cubre el resto del periodo, llegando hasta 1981.

El logro de cada una de estas situaciones, ya sea de expansión o restricción monetaria para cada una de las variables intermedias, se consigue por medio de la interacción de varios elementos. Dada la deuda del gobierno, así como el cambio en las reservas internacionales, el impacto deseado sobre las variables intermedias ( $M_1$ ,  $M_2$  y crédito), se logra a través de modificaciones en los multiplicadores correspondientes, y/o, a través de cambiar la misma base monetaria al modificar el renglón de créditos del sector



GRÁFICA 2 (T)



Fuente: Cuadro 2 del texto.

privado con la banca central. El primer efecto es posible gracias a las modificaciones de las reservas de la banca comercial en el Banco Central. Efecto que no sólo se logra por la modificación de las tasas de encaje legal, sino que también puede conseguirse a través de cambios en la composición de los depósitos.<sup>8</sup> Las modificaciones sobre la base monetaria se pueden lograr a través de modificar las operaciones de redescuento. Este último efecto es de acción más indiscriminada sobre las variables intermedias, ya que su actuación es sobre la base monetaria misma que es común a todas las variables intermedias; mientras que las modificaciones en el régimen de encaje legal pueden ser más selectivas en cuanto que pueden ser dirigidas a un multiplicador específico.

Como se puede observar en el Cuadro 2, la política monetaria ejercida en México, durante este periodo, utiliza casi en todas las oportunidades para el logro de sus objetivos, la acción de ambos instrumentos monetarios. En la mayoría de los casos, el cambio de la base monetaria por el financiamiento al gobierno y por el cambio de las reservas internacionales, son contrarrestadas por una combinación de ambos instrumentos. El grado de intervención de cada uno de estos instrumentos para controlar las distintas variables intermedias, depende en cada caso del tipo de ajuste que se requiera, o del grado de indiscriminación que se desee en la política. Esta actividad compensatoria, o de esterilización, para los movimientos autónomos de la base

<sup>8</sup> El sistema de encaje legal en México, es de características muy complejas. Existen diferentes tipos de encaje, según depósito y según tipo de institución financiera de que se trate. Por tanto, es posible que las reservas cambien por un simple cambio de estructura de los depósitos, sin necesidad de que cambie la tasa de encaje legal.

monetaria, a través del efecto contrarrestador, resultado de la manipulación de los instrumentos monetarios, se muestra para el caso de la variable crédito, en la Gráfica 2. Las barras de oscuro, representan los movimientos de la base monetaria, que en este trabajo, se han considerado relativamente autónomos. Estos incluyen dos conceptos: el incremento en la deuda del gobierno con el Banco Central y los cambios en las reservas internacionales. Las barras claras representan principalmente la acción de los instrumentos de política monetaria, tanto del sistema de encaje legal como de la regulación del crédito a la banca comercial, a través de las operaciones de redescuento. La línea continua representa el crédito interno y es el saldo neto de este conjunto de acciones. Se obtiene después de sumarle a los movimientos autónomos de la base, la acción de los instrumentos de la política monetaria.

Un aspecto de suma importancia a señalar durante el periodo de análisis es que ni los periodos de restricción monetaria ni los de auge son de la misma naturaleza. En efecto, los dos subperiodos de restricción monetaria que se han definido en este trabajo no son de las mismas características, ya que corresponden a situaciones económicas distintas. El primero de ellos (1973 III-1974 IV) es un periodo de crecimiento relativamente rápido del financiamiento al sector público, el cual es compensado por los movimientos, tanto del renglón deuda con el sector privado como del multiplicador correspondiente. Es un periodo típico de importante actividad económica por parte del estado que trata de restringirle recursos financieros de origen interno, al sector privado. El siguiente periodo de restricción monetaria (1976 IV-1977 IV) es de naturaleza muy distinta

al anterior, debido a las circunstancias presentes en la economía en ese momento. En esta etapa, el ritmo de crecimiento del financiamiento al estado otorgado por la banca central se ubica en su ritmo más bajo de todo el periodo analizado. En el trimestre IV de 1976 alcanzó tan sólo 2.9% de crecimiento con respecto al mismo trimestre del año anterior y de hecho, en el trimestre I de 1977, decrece. La base monetaria, a fin de cuentas, se ve incrementada por la importante acción compensadora del aumento del crédito al sector privado. Las variables objetivo intermedias ( $M_1$ ,  $M_2$  y crédito interno), aunque disminuyen, marcando un periodo de recesión monetaria, no sufren caídas tan importantes como las que hubiera implicado la disminución del financiamiento por parte del Banco Central al sector público. Este apoyo definitivo al sector bancario privado, aunque a primera vista contradictorio con el ambiente general de recesión económica que privaba en esos días, no es más que el apoyo que el Banco Central tuvo que dar a la banca comercial por la fuerte disminución de depósitos que ésta registró como producto de la crisis financiera y económica por la que atravesó el país en esta época. En la Gráfica 2 se aprecia esta situación; mientras que en el primer periodo de recesión monetaria la tasa de crecimiento del crédito no rebasa los aumentos autónomos de la base monetaria (barras oscuras), en el segundo periodo de restricción monetaria la tasa de crecimiento del crédito interno, aunque disminuye su nivel en los dos últimos trimestres de 1976 y el primero de 1977, rebasa los propios aumentos de los elementos autónomos de la base monetaria, reflejando el apoyo financiero que el Banco Central brindó a la banca comercial para que esta pudiese continuar con sus funciones de intermediación financiera.

Tampoco los dos periodos señalados como de auge monetario para el periodo de análisis son de la misma naturaleza. El primero, que va del primer trimestre de 1975 al tercer trimestre de 1976, es un periodo en donde se modera la actividad expansiva del financiamiento del sector público con el Banco Central, a la vez que se le permite al sistema un mayor grado de liquidez que en el periodo anterior. Las tasas de crecimiento del crédito interno alcanzan niveles superiores a 20% durante los últimos trimestres de 1975 y primeros de 1976; mientras que el financiamiento del gobierno crece a tasas muy inferiores de alrededor de 12% en esos trimestres. En el segundo periodo de expansión monetaria que cubre 1979, 1980 y 1981, este arreglo de política monetaria cambia. Además de que el periodo es uno en donde el crecimiento de la deuda pública con el Banco Central aumenta en forma muy significativa alcanzando en algunos trimestres tasas de crecimiento cercanas

a 50%, este efecto expansivo no tendió a ser contrarrestado en su mayor parte. En efecto, en la mayoría de los trimestres comprendidos en este periodo de expansión monetaria, las compensaciones que se diseñaron, en base a la acción de los distintos instrumentos monetarios disponibles, para los importantes aumentos en la tasa de crecimiento del financiamiento del gobierno con la banca central, no fueron lo suficientemente importantes como para moderar el crecimiento de las variables monetarias intermedias. Fueron, por ejemplo, similares en magnitud a las de etapas anteriores. Inclusive durante este periodo, en algunos trimestres, ni siquiera hubo una compensación a los importantes incrementos del financiamiento otorgado al gobierno por el Banco Central, por el contrario, la acción de los instrumentos de política monetaria tendió a reforzar el movimiento expansionista de la base monetaria. Tal fue el caso del tercer trimestre de 1978, del primero y segundo trimestre de 1979, el tercero y cuarto de 1980 y el primero de 1981.

Este último periodo expansionista, asociado indudablemente al auge petrolero, se podría enmarcar dentro de un esquema de política económica y monetaria de carácter expansionista que no enfrenta restricción de recursos financieros. Modelo típico de una economía con tendencia crónica al superávit comercial, el cual tiende a ser eliminado transfiriendo los recursos financieros excedentes al sector privado para que este incrementara su gasto. Esta última parte del periodo contrasta con la anterior etapa expansionista en donde la actividad monetaria se desarrolló dentro de un esquema con recursos financieros limitados. En la Gráfica 2 se aprecia este cambio de concepción para la variable crédito interno. La tasa de crecimiento del crédito rebasa para varios trimestres las tasas de crecimiento de las fuentes autónomas de la base monetaria.

## 2. Movimiento de capital de corto plazo

De la fuente de la base monetaria "cambio en las reservas netas internacionales", la política monetaria puede pretender tener influencia en el renglón movimientos de capital de corto plazo. Aunque en principio existen diferentes formas de control directo sobre los movimientos de capital, en el caso de México, como se mencionó en la segunda sección, se ha preferido influir sobre los movimientos de capital a través de la administración de las tasas de interés. El mecanismo radica en procurar tener tasas de interés que sean atractivas para el capital especulativo financiero. Durante el periodo que va de 1973 a 1981, de hecho, se han presentado dos esquemas

distintos, aunque ambos basados en la administración de las tasas de interés. El primero, se puede enmarcar dentro del periodo en que se contaba con una relativa estabilidad, tanto de precios como de tipo de cambio. El segundo esquema corresponde al periodo, cuando estas condiciones se rompen.

El mecanismo de control de los movimientos de capital que corresponde a la etapa de estabilidad relativa, de hecho, está vigente en la economía mexicana desde hace varias décadas y se prolonga hasta el año de 1978. Consistía en mantener las tasas de interés dos o tres puntos porcentuales por encima de las tasas internacionales. Esta diferencia, dada la relativa estabilidad de precios y de garantía de la paridad, no sólo tendió a evitar los movimientos drásticos de capital, sino que también, aseguraba un flujo regular de capital financiero internacional hacia el mercado financiero doméstico.

Al recrudescerse los desequilibrios básicos de la economía, al romperse la estabilidad de precios y al abandonarse el régimen de tipo de cambio fijo, los movimientos de capital y el coeficiente de depósitos a moneda extranjera<sup>9</sup> (coeficiente de "dolarización"), tendieron a variar en forma más brusca que en los años anteriores. En el Cuadro 3 como en la Gráfica 3, se muestra este fenómeno. A partir del semestre III del año de 1976 el coeficiente de "dolarización" empieza a aumentar. Esto, si bien es cierto para el total de los depósitos, lo es más patente para los depósitos más líquidos como son las cuentas de cheques y los depósitos que representan pasivos a menos de un mes de plazo.<sup>10</sup>

Esta situación no disminuyó con la política económica de ajuste desarrollada después de la devaluación de septiembre de 1976, por el contrario, los coeficientes continuaron con su tendencia alcista.

Las autoridades monetarias respondieron a esta situación instrumentando un sistema que evitara este fenómeno, a la vez que redujera la salida brusca de capitales especulativos. Este nuevo sistema comprendió dos fases: en primer término, se replanteó y reanimó la parte del sistema bancario nacional que tiene autorización para captar en dólares, de tal suerte que en las instituciones nacionales se ofrecieran o se pudiesen obtener, los mismos rendimientos que se obtienen en el extranjero. Esto en la práctica consistió, simplemente, en ligar las tasas de interés ofrecidas por el sistema nacional para los depósitos en dólares, a las que se fijaban en los principales

<sup>9</sup> Es importante hacer notar que la banca comercial mexicana está autorizada para recibir depósitos en moneda extranjera desde 1936.

<sup>10</sup> El dato sobre fuga de capital no se tiene. Sin embargo, el renglón de errores y omisiones de la balanza de pagos tiende a recoger el concepto. En el apéndice estadístico se presenta esta gráfica y se observa el mismo fenómeno.

### CUADRO 3 (T)

*Depósitos: Coeficiente  
Moneda Extranjera/Moneda Nacional*

		Total	Cheques	Líquidos	No. Liq.
1975	I	0.36	0.06	0.07	0.49
	II	0.34	0.05	0.07	0.46
	III	0.33	0.06	0.07	0.44
	IV	0.31	0.06	0.07	0.43
1976	I	0.31	0.06	0.07	0.42
	II	0.33	0.07	0.09	0.45
	III	0.35	0.08	0.09	0.48
1977	IV	0.38	0.17	0.19	0.48
	I	0.39	0.17	0.24	0.50
	II	0.40	0.19	0.29	0.50
	III	0.41	0.19	0.30	0.52
1978	IV	0.38	0.15	0.27	0.51
	I	0.32	0.13	0.28	0.41
	II	0.29	0.12	0.23	0.37
	III	0.29	0.13	0.20	0.38
1979	IV	0.31	0.11	0.18	0.42
	I	0.30	0.10	0.15	0.43
	II	0.30	0.10	0.13	0.43
	III	0.34	0.12	0.13	0.50
1980	IV	0.37	0.11	0.12	0.57
	I	0.38	0.11	0.10	0.59
	II	0.37	0.11	0.09	0.58
	III	0.37	0.12	0.09	0.57
1981	IV	0.39	0.11	0.09	0.61
	I	0.38	0.11	0.09	0.58
	II	0.38	0.11	0.09	0.57
	III	0.44	0.13	0.11	0.63
	IV	0.48	0.13	0.12	0.69

Fuente: Cuadro 3 del Anexo Estadístico.

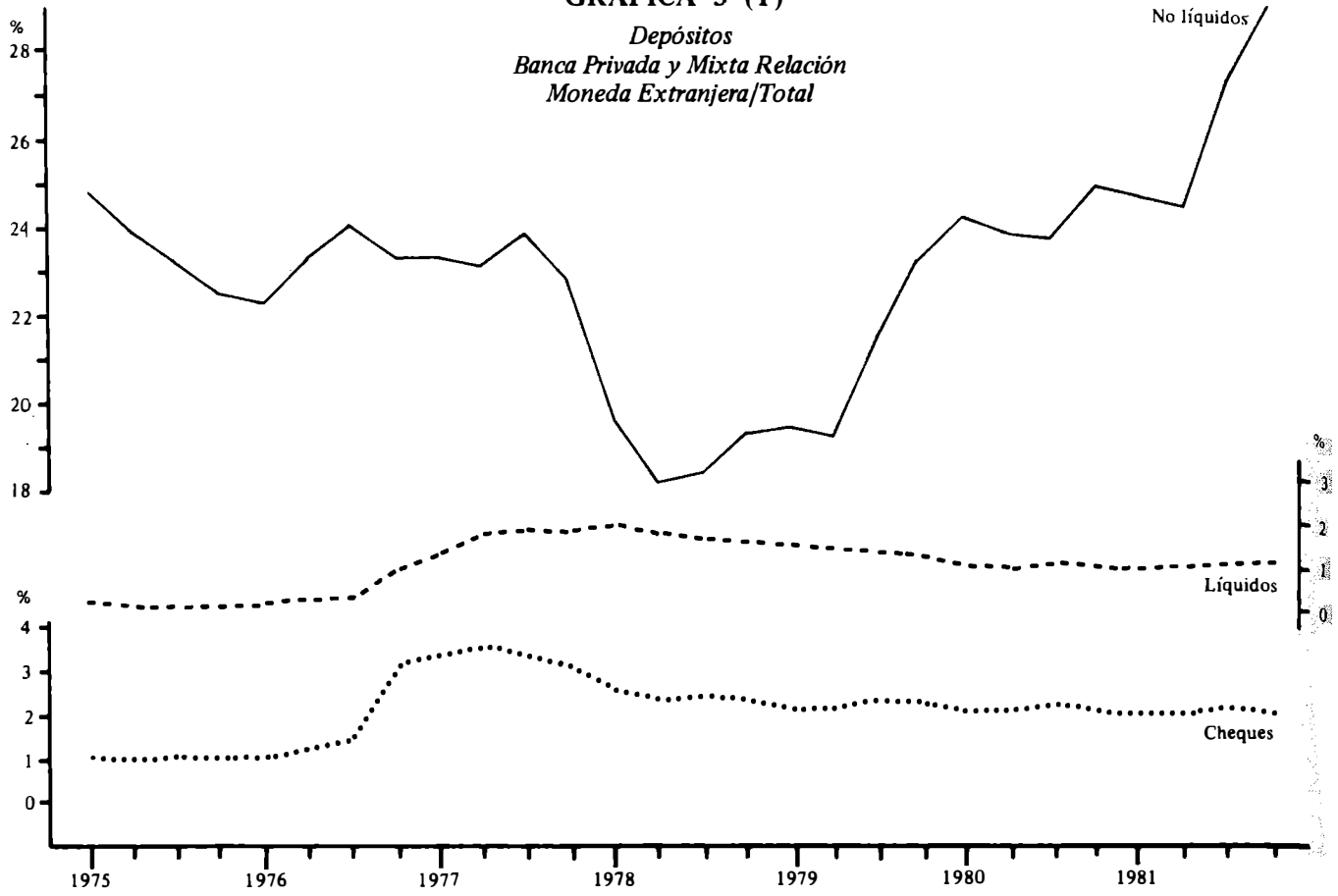
centros financieros. En la Gráfica 4 se muestra esta medida de política monetaria.

Esta situación disminuía la fuga de capitales; sin embargo, creaba de hecho un sistema dual de depósitos en donde la "dolarización" del sistema se hacía latente, así, la segunda fase de este nuevo sistema consistía en el control de la estructura de depósitos entre moneda extranjera y moneda doméstica, lo cual se hizo a través de la regulación de las tasas de interés domésticas para depósitos en moneda nacional.

En una situación económica dominada por expectativas devaluatorias el rendimiento de los depósitos en pesos deberían cubrir no sólo los rendimientos de los depósitos en moneda extranjera, sino también la eventualidad de una posible devaluación. Así, la nueva política de tasas de interés fue definida por el propio Banco de México, en su informe anual de 1978, en donde estipulan que la "política de tasas de interés [...] estuvo determinada por consideraciones de las fluctuaciones de las tasas de interés pre-va- lencientes en el extranjero y sobre las expectativas

### GRÁFICA 3 (T)

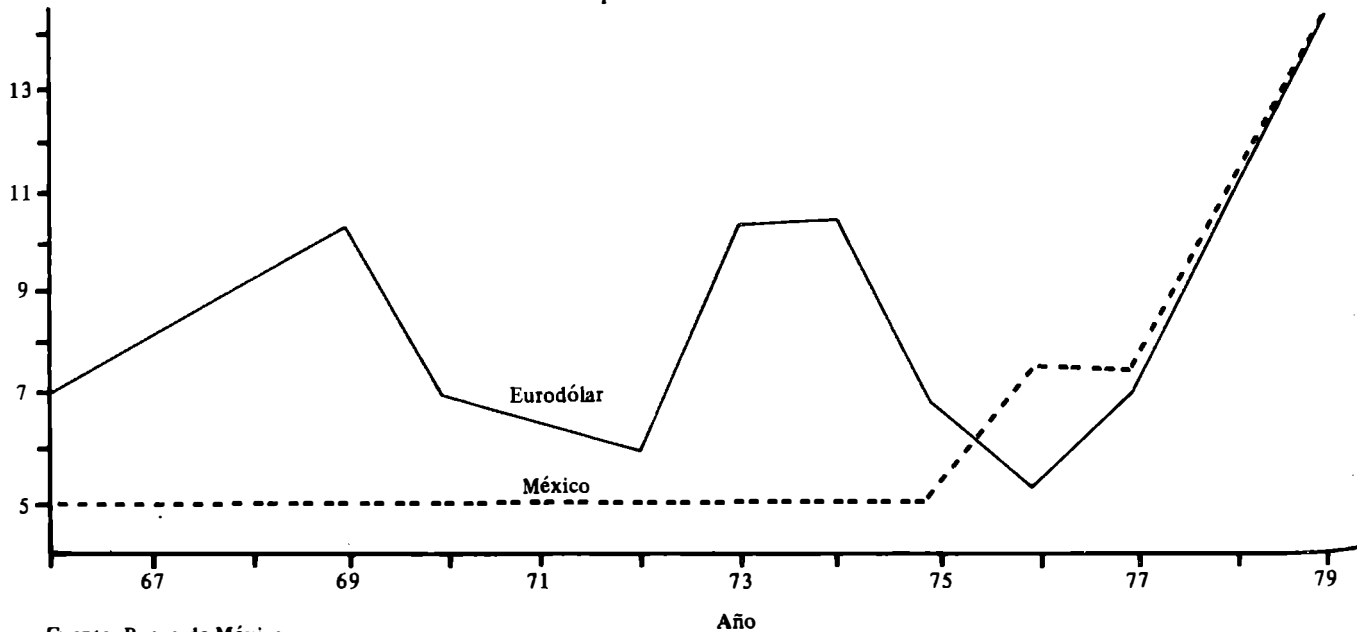
*Depósitos  
Banca Privada y Mixta Relación  
Moneda Extranjera/Total*



Fuente: Cuadro 3 del Anexo Estadístico.

### GRÁFICA 4 (T)

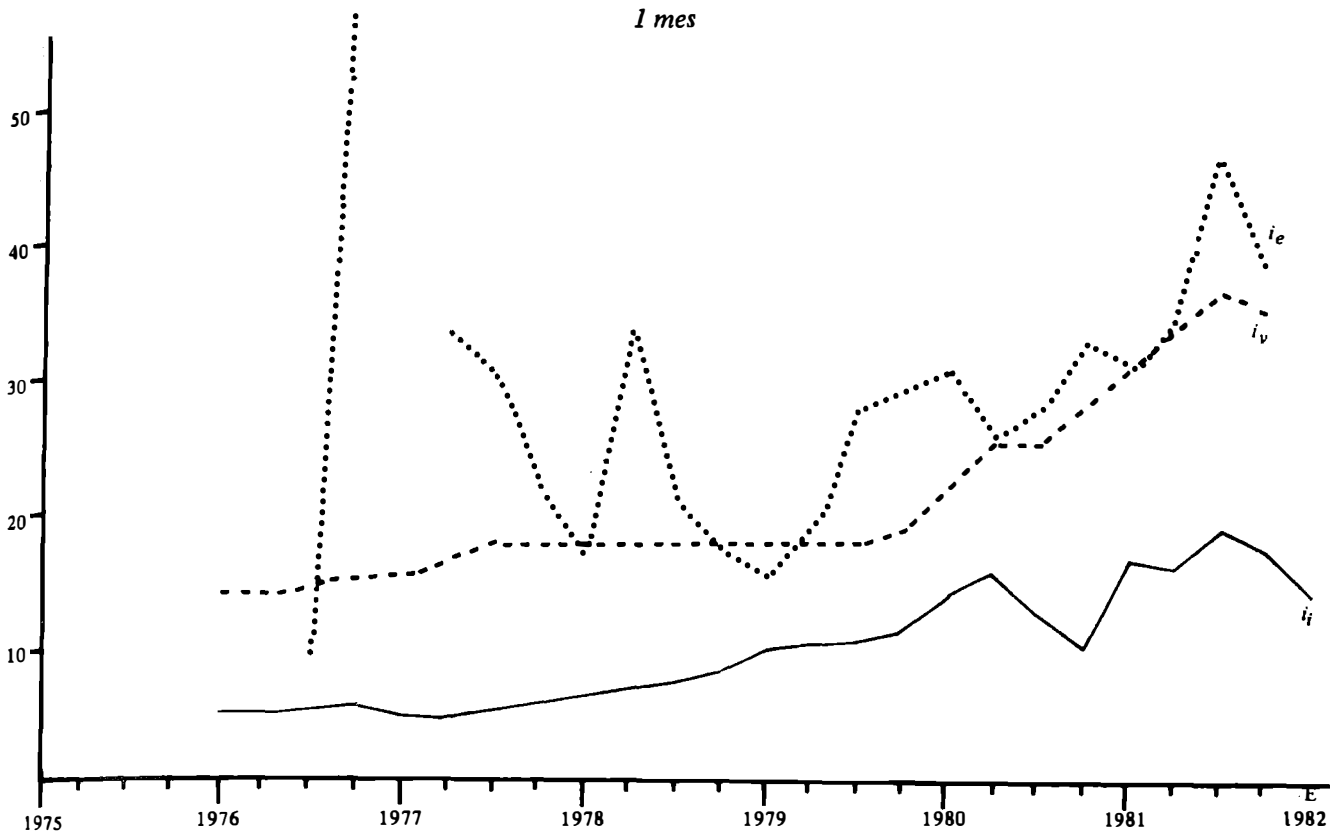
*Tasas de Interés para Depósitos  
a plazo de 3 meses*



Fuente: Banco de México.

GRÁFICA 5 (T)

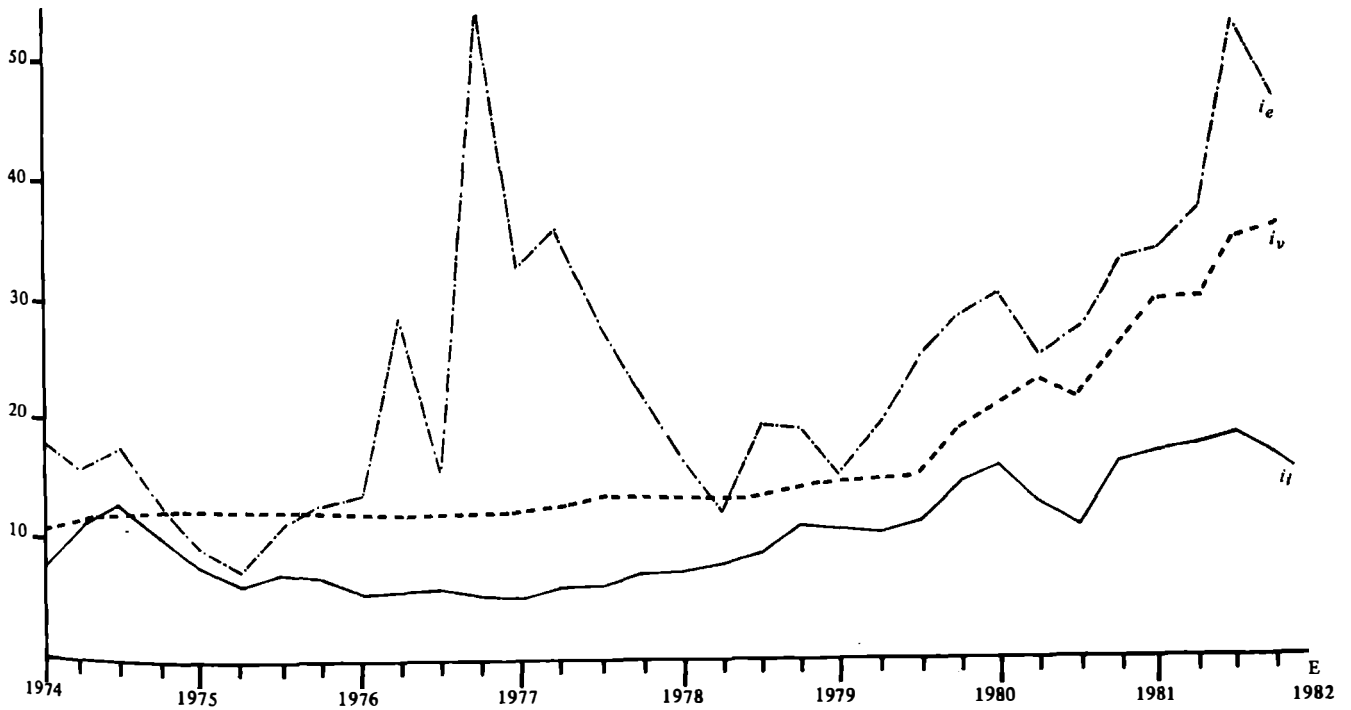
1 mes



Fuente: Cuadro 5 del Anexo Estadístico.

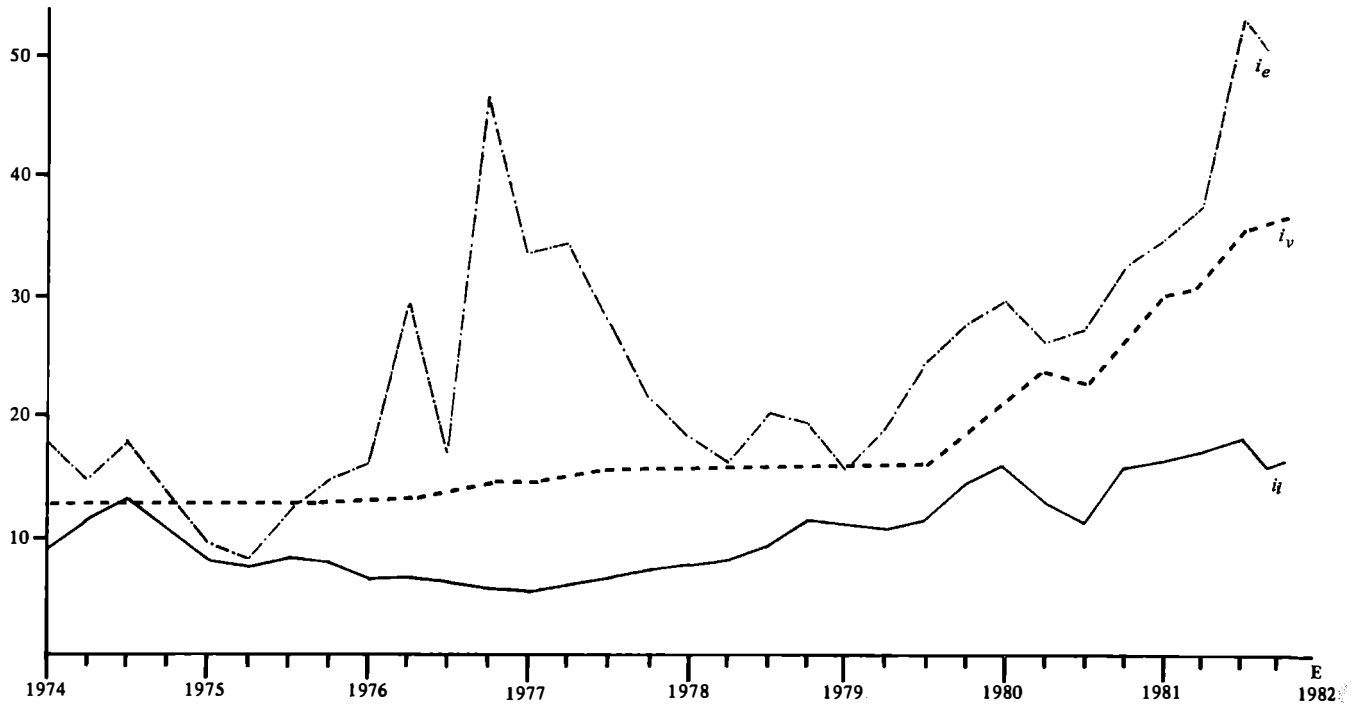
GRÁFICA 5 (T)

3 meses



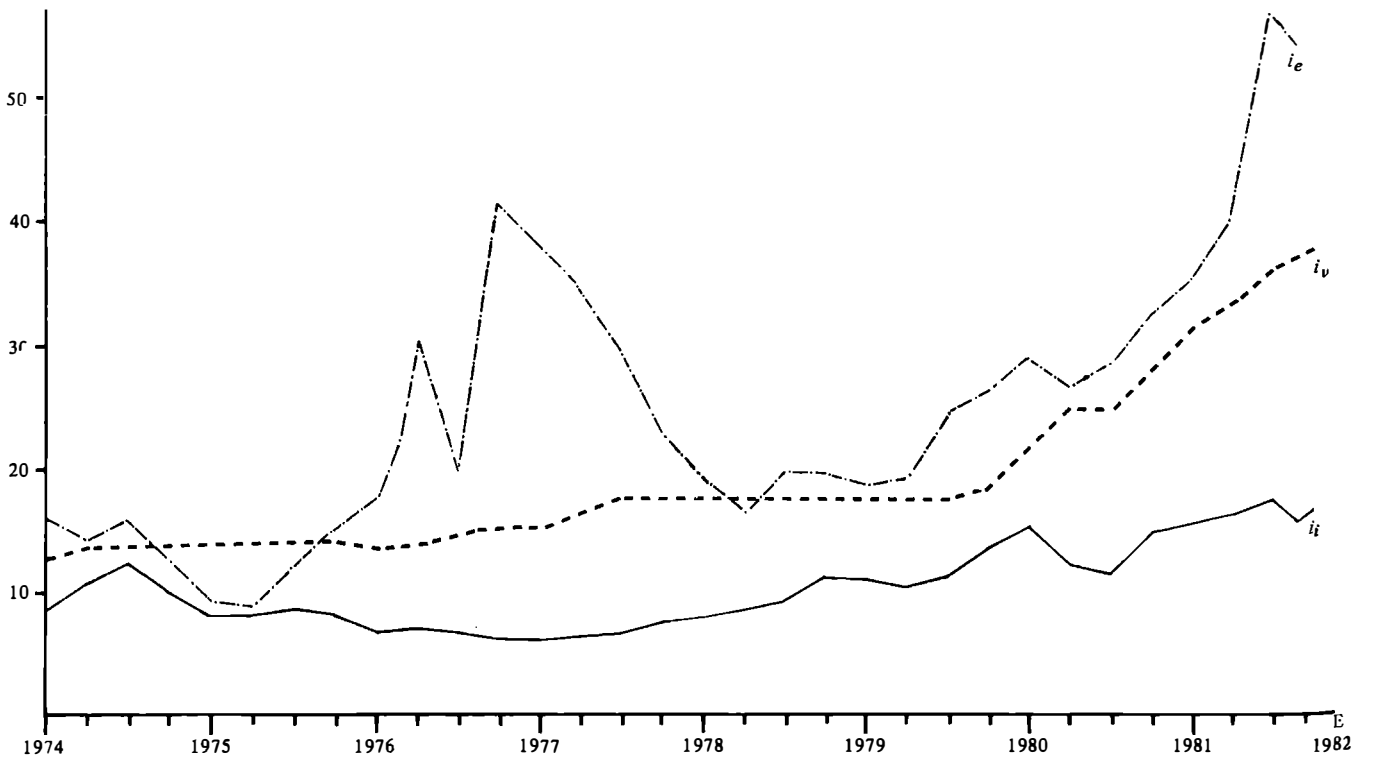
### GRÁFICA 5 (T)

6 meses



### GRÁFICA 5 (T)

12 meses



del tipo de cambio, reflejadas éstas en los precios a futuro del peso, prevalecientes en los mercados internacionales".\*

De esta forma es posible definir una tasa de interés de equilibrio, en el sentido de que ésta tendería a dejar constante la estructura de depósito entre moneda extranjera y moneda doméstica, la cual estaría expresada por:

$$i_D = i_i + \pi$$

en donde:

$i_D$  = Tasa de interés para los depósitos de pesos.

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

$\pi$  = Tasa esperada de depreciación del peso frente al dólar.

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

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

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

En la Gráfica 5, se muestra este criterio de fijación por parte de la autoridad monetaria para las tasas de interés internas, para los depósitos en moneda nacional. La línea continua muestra la tasa de interés internacional ( $i_i$ ). La línea punteada muestra la tasa de interés internacional, más las expectativas de devaluación del peso, calculada sobre la base de los valores esperados que se registran para el peso en el mercado de futuros de Chicago, donde el peso mexicano se cotiza desde 1973.<sup>11</sup> Por lo tanto, esta última línea marca la tendencia de la tasa de interés que aquí se denomina como de equilibrio ( $i_e$ ). Como se observa, a partir del año de 1977, la tasa de interés fijada en México para los depósitos en moneda nacional (línea discontinua  $i_D$ ), empieza a seguir de

\* Banco de México, *Informe Anual*, 1978.

<sup>11</sup> Esta tasa de esperada devaluación se calcula en base a la siguiente fórmula.

$$\pi = \frac{TC_e - TC_v}{TC_v} \text{ en donde:}$$

$\pi$  = Tasa esperada de devaluación.

$TC_e$  = Tipo de cambio esperado (con base en el mercado de futuro del peso de Chicago). En el anexo estadístico se muestra serie trimestralmente.

$TC_v$  = Tipo de cambio vigente.

cerca la tendencia marcada por la tasa de interés de equilibrio.<sup>12</sup> Este fenómeno sucede para la estructura completa de tasa de interés.

La política monetaria así ejecutada se pensaba tendería a reducir, por una parte, la salida de capitales financieros y por otra, a regular la dolarización en el sistema bancario nacional. En la sección siguiente se evaluará la eficacia y los límites de este sistema.

#### IV. CONSIDERACIONES FINALES

En las páginas anteriores se ha analizado, tanto el diseño de la política económica como su ejercitación durante los últimos nueve años, corresponde ahora analizar sus limitaciones. En el análisis se ha distinguido por una parte, la forma cómo la política monetaria en México trata de ejercer control sobre las denominadas variables objetivo intermedias ( $M_1$ ,  $M_2$  y el crédito interno), y por la otra, cómo ejerce control sobre los movimientos de capital. El análisis realizado en este trabajo, sobre estos dos aspectos fundamentales de la política monetaria, sugiere que el sistema financiero mexicano está encontrando serios límites por el cauce en que se ha venido desenvolviendo.

Por lo que respecta a la forma de control sobre las variables objetivo intermedias, éste ha tenido que recaer, en gran medida, en la administración del sistema de encaje legal con la ayuda de las operaciones de redescuento. Este énfasis en el sistema de encaje legal se explica en el caso mexicano por el marco institucional en donde se desenvuelve la acción de la política monetaria y porque el manejo del sistema financiero, a través del sistema de encaje legal, permite a la banca central dirigir el crédito hacia sectores prioritarios en cierta proporción. El sistema de encaje legal ha tenido, durante varias décadas, viabilidad en el caso mexicano, en la medida en que su aplicación no ha llegado a entorpecer el desarrollo del sistema financiero mexicano. A esto contribuyó sin duda el hecho de que, dentro del sistema del encaje legal, el aumento de las reservas de la banca comercial en el Banco Central no sólo depende del aumento de las tasas de encaje, sino que también otros tipo de factores puede producir modificaciones en la reserva, como son el crecimiento natural del sistema bancario, la proliferación de diversas instituciones de crédito, la administración de tasas de encaje diferencial según el tipo de depósitos o de institución. Todo ello ha contribuido en el pasado a

<sup>12</sup> El ajuste puede no ser perfecto, porque el indicador de la tasa esperada de devaluación, no es exacto.

aumentar la capacidad de captación de recursos del sistema financiero, sin presionar demasiado sobre la tasa de encaje. Sin embargo, si bien el sistema ha mostrado viabilidad, tiene límites muy claros que parece estar alcanzando durante la última década. La tasa de encaje legal ha alcanzado niveles relativamente altos, superiores a 40% que, debido a la propia lógica de funcionamiento del sistema, no son fáciles de bajar. Este tipo de sistema, por lo tanto, presenta el inconveniente de que tarde o temprano tiende a presionar demasiado sobre el desarrollo del sistema financiero, desalentando esta actividad. El eliminar esta limitación del sistema, implica favorecer la creación de otros mecanismos que evitan que todo el peso de las necesidades de financiamiento del sector público recayeran sobre el sistema financiero. Con esto, además se lograría una mejor articulación entre las decisiones de política fiscal y de política monetaria pues hasta ahora, en el caso mexicano, la última ha quedado supeditada a las acciones de la primera.

Por lo que respecta al control de los movimientos de capital, el sistema seguido durante los últimos años también tiende a encontrar sus límites. Si bien, el sistema de control sobre los flujos de capital, basado en la administración de la tasa de interés utilizada a partir de 1978, tendió a contener en alguna proporción las tendencias especulativas en contra de la moneda nacional, (véanse Gráfica 3 y Cuadro 3), a partir de 1979, el coeficiente de dolarización empezó a subir de nueva cuenta.<sup>13</sup> Esto se debe, a que el sistema implantado para el control de los movimientos de capital y el control del fenómeno, conocido como “dolarización” del sistema, en base principalmente a la administración de las tasas de interés, tiene en realidad límites muy claros. Por una parte, sólo tiende a funcionar en periodos de relativa estabilidad económica cuando las expectativas de devaluación asociadas a la propia situación económica no son muy fuertes, como puede ser el caso en los años de 1977 y 1978, en donde la situación económica no se manifestó tan difícil como lo hizo al final del periodo analizado.

Por otra parte, en situaciones caracterizadas por altas expectativas de devaluación, cuando la tasa de interés denominada de equilibrio empieza a subir en proporciones importantes y a un ritmo acelerado, la tasa de interés que fijan las autoridades monetarias no puede seguir estos ritmos porque crearían

<sup>13</sup> Durante periodo de análisis, un elemento que contribuyó en forma importante al aumento de las reservas, es el aumento de la participación de los depósitos en dólares en los pasivos del sistema bancario, ya que para este tipo de depósitos las tasas mínimas de reserva ascienden a 70%, mientras que para los depósitos en pesos se ubican alrededor de 40%.

desajustes económicos serios. Esta situación favorece la “dolarización del sistema”, porque la tasa de interés que fijan las autoridades tiende a compensar, cada vez en menor proporción, el riesgo por una posible devaluación del peso. Esto, de hecho, comenzó a suceder en forma muy marcada a partir del trimestre II del año de 1981. La tasa de interés fijada por las autoridades no pudo seguir los ritmos marcados por la tasa de interés hipotética de equilibrio que compensaría por una posible devaluación (véase Gráfica 5). Este sistema no sólo presenta límites muy claros para el cumplimiento de sus objetivos, sino que también ha resultado costoso en el sentido de que está supeditando un instrumento monetario muy útil como es el uso de tasas de interés, a un objetivo circunstancial como es los movimientos de capital, los cuales, podrían ser controlados por medios más directos y desde luego más efectivos que los que se están utilizando actualmente con base al manejo de las tasas de interés.

Una implicación importante de un sistema financiero como el mexicano que es relativamente abierto, es que éste favorece la desintermediación financiera. En la práctica, ante cualquier circunstancia, la banca nacional puede dejar de captar recursos financieros, los cuáles pueden salir del país para ser depositados en la banca extranjera. Esto además de presionar sobre las reservas del Banco Central y dejar latente, ante cualquier hecho, la posibilidad de una crisis de liquidez en el país; limita, tanto la capacidad de aumentar el crecimiento por parte de la banca nacional como las posibilidades de canalizar estos recursos a otros sectores de la economía. Estos recursos faltantes pueden, por otra parte, con toda facilidad, ser repuestos a través de la contratación de créditos externos; para lo cual no existen mayores restricciones. La estructura del sistema financiero permite perfectamente este ciclo de desintermediación financiera. Bajo estas circunstancias, el cumplimiento de los objetivos de política monetaria o la capacidad de control de las autoridades sobre los agregados monetarios, se encuentra limitada y amenazada seriamente.

En efecto, bajo los arreglos actuales, es perfectamente posible que la política monetaria, ya sea expansionista o recesiva, sea relativamente desvirtuada por la posibilidad de compensación con el sector externo que el propio sistema permite. Una actuación más efectiva de la política monetaria, para el control de los principales agregados monetarios, requiere de otro tipo de controles que los actuales, más efectivos para el manejo de las transacciones con el exterior.



## ANEXO ESTADÍSTICO

En este Anexo se presentan las estadísticas básicas utilizadas en el artículo. Asimismo, se mencionan

las fuentes utilizadas y, en los casos necesarios, los procedimientos seguidos para su construcción.

### CUADRO 1

*Base Monetaria*  
Miles de millones de pesos

		<i>Usos</i>			<i>Fuentes</i>			
		<i>Total</i>	<i>Billetes y monedas en el poder del público</i>	<i>Reserva bancarias</i>	<i>Total</i>	<i>Reserva Internacional</i>	<i>Financiamiento neto al sector público no bancario</i>	<i>Financiamiento al sector privado</i>
1973	I	82.2	24.8	57.4	82.2	20.7	40.8	20.6
	II	83.2	25.6	57.6	83.2	19.9	40.3	23.0
	III	84.8	26.5	58.3	84.8	15.0	41.0	28.8
	IV	92.4	30.5	61.9	92.4	14.5	55.0	22.9
1974	I	97.8	31.6	66.2	97.8	18.4	70.6	8.8
	II	102.6	32.4	70.2	102.6	20.4	72.7	9.5
	III	107.1	32.8	74.3	107.1	17.3	75.9	13.9
	IV	116.7	38.0	78.7	116.7	18.3	89.0	9.4
1975	I	130.3	40.1	90.2	130.3	18.5	112.7	- 0.9
	II	139.7	41.0	98.7	139.7	18.7	111.6	9.4
	III	148.5	41.2	107.3	148.5	18.6	103.4	26.5
	IV	159.7	46.6	113.1	159.7	20.4	120.9	18.4
1976	I	169.0	48.5	120.5	169.0	19.5	127.4	22.1
	II	169.9	49.5	120.4	169.9	22.4	130.3	17.2
	III	177.4	52.6	124.8	177.4	18.9	146.1	12.4
	IV	206.1	71.4	134.7	206.1	27.9	125.5	52.7
1977	I	218.7	71.2	147.5	218.7	36.6	127.1	55.0
	II	227.5	69.8	157.7	227.5	36.2	149.3	42.0
	III	241.9	69.3	172.6	241.9	41.1	157.1	43.7
	IV	261.6	77.6	184.0	261.6	43.7	177.6	40.3
1978	I	285.5	82.4	203.1	285.5	46.7	192.8	46.0
	II	294.6	84.9	209.7	294.6	45.7	224.4	24.5
	III	306.4	87.1	219.3	306.4	47.1	231.9	27.4
	IV	335.2	99.0	236.2	335.2	49.3	255.3	30.6
1979	I	374.5	107.9	266.6	374.5	56.3	265.9	52.3
	II	395.6	114.2	281.4	395.6	57.6	302.3	35.7
	III	414.1	116.3	297.8	414.1	59.4	378.6	- 23.9
	IV	455.4	132.0	323.4	455.4	65.0	415.9	- 25.5
1980	I	502.5	142.0	360.5	502.5	73.1	440.3	- 10.9
	II	541.8	148.7	393.1	541.8	77.5	456.9	7.4
	III	582.1	151.3	430.8	582.1	83.2	484.5	14.4
	IV	640.7	174.8	465.9	640.7	90.4	547.6	2.7
1981	I	713.9	194.1	519.8	713.9	98.5	600.0	15.4
	II	789.0	210.7	578.3	789.0	101.9	673.9	13.2
	III	852.7	213.7	639.0	852.7	106.3	776.1	- 29.7

*Fuente:* Banco de México. Para datos anteriores a 1978 se utilizaron los informes del Banco, haciendo compatibles los conceptos correspondientes.

**CUADRO 2**  
*Miles de Millones de Pesos*

		<i>M<sub>1</sub></i>	<i>M<sub>2</sub></i>	<i>Crédito</i>			<i>M<sub>1</sub></i>	<i>M<sub>2</sub></i>	<i>Crédito</i>
1973	I	61.5	63.3	112.9	1978	III	147.1	161.9	221.7
	II	63.2	65.3	117.9		IV	173.1	187.2	234.8
	III	65.5	67.8	123.6		I	185.5	199.2	245.3
	IV	72.9	76.0	123.9		II	194.1	207.1	264.6
1974	I	75.1	78.6	123.7	III	202.7	216.7	291.8	
	II	77.1	80.4	128.2	IV	231.3	245.8	316.5	
	III	78.5	82.2	133.4	1979	I	253.2	267.8	334.5
	IV	87.2	90.6	136.7		II	268.6	284.1	363.6
1975	I	91.2	94.3	138.0	III	273.3	291.6	397.4	
	II	94.9	97.9	144.7	IV	309.7	329.5	446.9	
	III	96.1	99.3	152.4	1980	I	332.9	352.8	476.5
	IV	106.4	109.8	162.4		II	348.9	370.5	507.8
1976	I	110.1	113.7	168.0	III	366.4	392.2	556.0	
	II	112.6	117.1	177.9	IV	416.9	443.8	627.7	
	III	116.3	121.7	187.6	1981	I	447.3	474.9	665.1
	IV	138.8	150.6	202.2		II	480.3	510.5	732.0
1977	I	143.7	157.0	200.2	III	483.1	517.8	834.1	
	II	144.2	158.9	213.7	IV	550.3	588.1	928.0	

Fuente: Banco de México. Indicadores Económicos e Informes Anuales.

**CUADRO 3**  
*Depósitos en la Banca Privada y Mixta*  
*Miles de Millones de Pesos*

		<i>Moneda Nacional</i>				<i>Moneda Extranjera</i>			
		<i>Total</i>	<i>Cheques</i>	<i>Líquidos</i>	<i>No Líquidos</i>	<i>Total</i>	<i>Cheques</i>	<i>Líquidos</i>	<i>No Líquidos</i>
1975	I	229.3	52.0	19.8	157.5	81.7	3.1	1.4	77.2
	II	244.6	55.1	20.6	168.9	82.4	3.0	1.4	78.0
	III	257.0	56.1	21.6	179.3	83.9	3.3	1.5	79.1
	IV	269.7	61.7	22.7	185.3	84.8	3.5	1.5	79.8
1976	I	278.0	62.7	23.9	191.4	86.6	3.6	1.7	81.3
	II	281.1	64.5	24.5	192.1	93.9	4.5	2.1	87.3
	III	280.6	64.8	25.5	190.3	99.0	5.5	2.3	91.2
	IV	283.2	69.2	24.1	189.9	107.4	11.9	4.5	91.0
1977	I	288.1	74.5	27.3	186.3	113.0	13.0	6.5	93.5
	II	301.3	76.1	29.6	195.6	120.9	14.8	8.4	97.7
	III	311.5	78.3	31.8	201.4	128.7	14.7	9.4	104.6
	IV	341.6	94.2	36.4	211.0	131.5	14.3	9.9	107.3
1978	I	393.2	102.2	41.3	249.7	126.3	13.2	11.5	101.6
	II	424.7	107.8	46.7	270.2	123.3	12.7	10.8	99.8
	III	456.7	113.2	55.6	287.9	134.4	14.4	11.3	108.7
	IV	495.4	129.1	66.1	300.2	151.3	14.6	11.6	125.1
1979	I	538.4	142.2	80.6	315.6	162.5	14.4	11.8	136.3
	II	576.4	150.5	92.4	333.5	170.9	15.5	11.6	143.8
	III	602.5	153.2	104.0	345.3	204.6	18.4	13.1	173.1
	IV	654.0	174.4	114.9	364.7	239.9	19.5	13.3	207.1
1980	I	707.7	184.5	127.8	395.4	267.2	19.5	12.6	235.1
	II	764.5	193.3	139.2	432.0	282.1	21.2	12.2	248.7
	III	833.2	206.9	154.2	472.1	310.0	24.9	14.5	270.6
	IV	915.2	234.3	164.0	516.9	356.3	26.0	15.0	315.3
1981	I	1 012.6	243.1	181.2	588.3	387.8	26.8	16.9	344.1
	II	1 120.8	258.9	200.2	661.7	425.4	29.5	18.1	377.8
	III	1 200.0	260.2	197.9	742.0	523.3	34.2	21.3	467.8
	IV	1 309.1	290.8	201.7	816.6	623.5	37.0	25.0	561.5

Fuente: Banco de México. Cuadro "Recursos y Obligaciones de la Banca Privada y Mixta", del Informe Anual. En los casos necesarios se compatibilizaron los conceptos correspondientes.

**CUADRO 4**  
*Valor a Futuro Trimestral*  
(Pesos por dólar)

		1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	Tipo de cambio vigente			1 mes	3 meses	6 meses	12 meses	Tipo de cambio vigente
		1976	I	N.D.	N.D.	N.D.			N.D.	12.49	1979	I	22.86
	II	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	12.49		II	23.00	23.33	23.81	24.76	22.82
	III	15.06	15.37	15.81	16.94	15.00		III	23.10	23.59	24.30	25.79	22.80
	IV	22.83	24.37	26.18	29.47	21.73		IV	23.09	23.60	24.33	25.71	22.82
1977	I	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	—	1980	I	23.09	23.62	24.41	25.89	22.82
	II	23.34	24.55	26.05	29.22	22.82		II	23.07	23.56	24.35	26.17	22.84
	III	23.32	24.09	25.33	27.91	22.85		III	23.33	23.96	24.88	26.95	22.99
	IV	22.93	23.51	24.33	26.03	22.66		IV	23.44	24.08	25.10	27.19	23.13
1978	I	22.92	23.27	23.93	25.34	22.73	1981	I	23.82	24.52	25.67	28.13	23.52
	II	23.23	23.18	23.64	24.58	22.75		II	24.49	25.37	26.77	30.00	24.20
	III	23.04	23.44	24.09	25.26	22.81		III	25.52	27.06	29.30	34.66	24.92
	IV	22.90	23.22	23.69	24.64	22.76		IV	26.27	27.76	30.20	35.60	25.85
							1982	E	27.28	28.84	31.48	38.18	26.62

*Fuente:* Banco de México. Estas tasas de depreciación del peso, para cada uno de los periodos seleccionados, se obtuvieron con base a la información de los "Prontuarios" Estadísticos publicados por el Banco de México. Debido a que la cotización del peso a futuro en el mercado de Chicago no se presenta a plazos determinados de 1, 3, 6 y 12 meses, sino a fechas fijadas en

el año, fue necesario entonces, calcular las tasas de depreciación a plazos de 1, 3, 6 y 12 meses. Esto se hizo obteniendo las tasas de crecimiento promedio diarias que estaban implícitas en la información. Estas tasas promedio se aplicaron luego al dato base para así obtener la depreciación esperada a 1, 3, 6 y 12 meses según se requiriera. Esta información se agregó para ser presentada en forma trimestral.

**CUADRO 5**  
*Tasas de Interés*  
1 mes

		1	2	3	4			1	2	3	4
		Tasa Inter nacional	Tasa esperada de depreciación del peso*	Tasa del equilibrio (1 + 2)	Tasa vigente			Tasa Inter nacional	Tasa esperada de depreciación del peso*	Tasa del equilibrio (1 + 2)	Tasa vigente
1976	I	5.17	N.D.	—	9.94	1979	I	10.48	4.8	15.28	13.92
	II	5.41	N.D.	—	9.94		II	10.51	8.4	18.91	13.92
	III	5.40	3.6	9.0	9.94		III	11.43	15.6	27.03	14.89
	IV	4.97	60.0	64.97	9.94		IV	14.19	14.4	28.59	19.54
1977	I	4.83	N.D.	—	9.94	1980	I	15.62	14.4	30.02	22.54
	II	5.32	27.6	32.92	10.04		II	12.48	12.0	24.48	21.97
	III	5.97	24.0	29.98	10.13		III	10.19	16.8	26.99	20.19
	IV	6.75	14.4	21.15	10.13		IV	16.77	15.6	32.37	24.96
1978	I	6.99	9.6	16.59	10.13	1981	I	15.99	14.4	30.39	28.46
	II	7.55	25.2	32.75	10.13		II	18.82	14.4	33.22	27.42
	III	8.39	12.0	20.39	10.76		III	17.09	28.8	45.89	28.64
	IV	10.23	7.2	17.43	12.87		IV	13.87	19.2	33.07	28.06
						1982	E	13.74	30.0	43.74	28.96

\* Esta columna, es la tasa esperada de depreciación del peso que se obtiene a partir del Cuadro 4 del anexo, dividiendo la tasa esperada de devaluación para el peso entre la columna que muestra el tipo de cambio vigente.

*Fuente:* Cuadro 4 del Anexo Estadístico e Indicadores Económicos del Banco de México.

*Tasas de Interés  
3 meses*

		1	2	3	4
		<i>Tasa espe- rada de deprecia- ción del del peso</i>			
	<i>Tasa Inter- nacional</i>	<i>Tasa de equilibrio</i>	<i>Tasa vigente</i>		
1974	I	8.99	8.71	17.70	10.94
	II	11.48	3.86	15.34	11.75
	III	13.17	4.70	17.87	12.44
	IV	10.47	2.63	13.10	12.44
1975	I	7.55	1.48	9.03	12.44
	II	6.45	0.91	7.36	12.44
	III	7.31	4.28	9.03	12.44
	IV	6.81	6.18	12.99	12.44
1976	I	5.55	8.52	14.07	12.31
	II	5.87	22.47	28.34	12.31
	III	5.66	9.6	15.26	12.31
	IV	5.23	48.4	53.63	12.31
1977	I	5.10	26.89	31.99	12.31
	II	5.58	30.4	35.98	12.92
	III	6.21	21.6	27.81	13.52
	IV	7.07	14.8	21.87	13.52
1978	I	7.25	7.6	16.85	13.52
	II	7.84	7.6	15.44	13.52
	III	8.70	10.8	19.50	13.52
	IV	11.05	8.0	19.05	14.19
1979	I	10.86	4.4	15.26	14.52
	II	10.61	8.8	19.41	14.52
	III	11.64	13.6	15.24	15.37
	IV	14.62	13.6	28.22	18.83
1980	I	16.09	14.0	30.09	21.26
	II	12.69	12.4	25.09	23.28
	III	10.69	16.8	27.49	21.83
	IV	16.43	16.4	32.83	26.23
1981	I	16.87	16.8	33.67	29.45
	II	17.59	19.2	36.79	29.95
	III	18.36	34.4	52.76	34.39
	IV	14.30	29.6	43.90	34.56
1982	E	14.32	33.2	47.52	35.66

*Tasas de Interés  
6 meses*

		1	2	3	4
		<i>Tasa espe- rada de deprecia- ción del del peso</i>			
	<i>Tasa Inter- nacional</i>	<i>Tasa de equilibrio</i>	<i>Tasa vigen</i>		
1974	I	8.98	8.81	17.79	12.94
	II	11.39	3.51	14.90	12.94
	III	13.30	4.38	17.68	12.94
	IV	10.46	2.90	13.36	12.94
1975	I	7.82	1.54	9.36	12.94
	II	7.34	0.92	8.26	12.94
	III	8.20	3.99	12.19	12.94
	IV	7.57	7.17	14.74	12.94
1976	I	6.20	9.88	16.08	13.11
	II	6.52	22.90	29.42	13.11
	III	6.19	10.6	16.79	13.82
	IV	5.55	41.0	46.55	14.36
1977	I	5.52	28.48	34.00	14.36
	II	5.90	28.4	34.30	14.94
	III	6.46	21.6	28.6	15.52
	IV	7.37	14.6	21.97	15.52
1978	I	7.60	10.6	18.20	15.52
	II	8.23	7.8	16.03	15.52
	III	9.05	11.2	20.25	15.52
	IV	11.41	8.2	19.61	15.52
1979	I	11.24	3.8	15.04	15.52
	II	10.73	8.6	19.33	15.52
	III	11.66	13.0	24.66	15.52
	IV	14.42	13.2	27.62	18.61
1980	I	16.05	13.8	29.85	21.56
	II	12.48	13.2	25.68	23.77
	III	11.04	16.3	27.44	22.78
	IV	15.76	17.0	32.76	26.81
1981	I	16.42	18.2	34.62	30.50
	II	17.07	21.2	38.27	31.45
	III	18.32	35.2	53.52	35.60
	IV	14.71	33.6	48.31	36.13
1982	E	15.11	36.6	51.71	37.26

*Tasas de Interés*  
12 meses

		1	2	3	4			1	2	3	4
		<i>Tasa Inter-</i> <i>nacional</i>	<i>Tasa espe-</i> <i>rada de</i> <i>deprecia-</i> <i>ción del</i> <i>peso</i>	<i>Tasa de</i> <i>equilibrio</i>	<i>Tasa</i> <i>vigente</i>			<i>Tasa Inter-</i> <i>nacional</i>	<i>Tasa espe-</i> <i>rada de</i> <i>deprecia-</i> <i>ción del</i> <i>peso</i>	<i>Tasa de</i> <i>equilibrio</i>	<i>Tasa</i> <i>vigente</i>
1974	I	8.86	7.30	16.16	12.78	1978	I	7.80	11.5	19.30	17.52
	II	10.68	3.32	14.00	13.74		II	8.39	8.0	16.39	17.52
	III	12.35	3.63	15.98	14.21		III	9.16	10.7	19.86	17.52
	IV	10.02	2.65	12.67	14.21		IV	11.24	8.2	19.44	17.52
1975	I	7.89	1.62	9.51	14.21	1979	I	11.17	4.0	15.17	17.52
	II	8.05	0.97	9.02	14.21		II	10.55	8.5	19.05	17.52
	III	8.57	3.82	12.39	14.21		III	11.23	13.1	24.33	17.52
	IV	8.07	7.10	15.17	14.21		IV	13.35	12.6	25.95	18.38
1976	I	6.87	10.70	17.57	13.91	1980	I	15.21	13.4	28.61	21.27
	II	7.17	23.13	30.30	13.91		II	11.98	14.5	26.48	24.69
	III	6.17	12.9	19.61	14.63		III	11.16	17.2	28.36	24.85
	IV	5.88	35.6	41.48	15.17		IV	14.64	17.5	32.14	27.50
1977	I	5.98	32.03	38.01	15.17	1981	I	15.52	19.6	38.22	31.48
	II	6.29	28.0	34.29	16.35		II	16.37	24.0	40.37	33.01
	III	6.63	22.1	28.73	17.52		III	17.51	39.1	56.61	35.75
	IV	7.49	14.8	22.29	17.52		IV	14.81	37.7	52.51	36.95
						1982	E	15.17	43.4	58.57	38.10

