

Segunda parte
INGRESOS EXTRAORDINARIOS DEL ESTADO

X. Emisión monetaria, por <i>Irma Manrique Campos</i>	199
La emisión de papel moneda	199
Función esencial de la banca central	200
Fundamentos legales de la emisión	201
La emisión, crédito interno neto	202
Política monetaria y agregados monetarios	202
Política monetaria y financiera para enfrentar la crisis y la devaluación	204

X. Emisión monetaria

Irma Manrique Campos

La emisión de papel moneda, en algunos casos, se considera equivalente a un empréstito sin interés para el gobierno, y en otros, a un impuesto invisible, por reflejarse en una disminución del poder adquisitivo de la moneda. Desde este punto de vista, la obtención de ingresos vía papel moneda no es recomendable; máxime si se toma en cuenta que una inflación, en grado importante, origina la fuga de capitales hacia el exterior, debido a que disminuye la confianza del inversionista que se siente afectado por la inestabilidad del valor de la moneda; sin embargo, otros la aceptan siempre y cuando no se haga uso excesivo de ella, porque siendo una forma de empréstito, no causa interés al Estado.

LA EMISIÓN DE PAPEL MONEDA

Constituye una forma de crédito, cuya práctica adquirió relevancia con la creación de los *bancos centrales*; su utilización ha originado importantes polémicas entre los múltiples partidarios y opositores del mismo. Su estudio —en principio, parte del estudio de las finanzas públicas únicamente— pasó, conjunta y simultáneamente con el establecimiento de la banca central, al terreno de la política monetaria. Por ello es también que las finanzas públicas guardan una relación estrecha con la teoría monetaria; en efecto, la política fiscal influye en medida importante en el medio circulante y en su rotación, principalmente a través de medidas de regulación monetaria del banco central.

Constituida como una de las formas de financiamiento más *naturales* e idóneas, siempre que se sepa controlar; la emisión monetaria (tanto monedas acuñadas como billetes) es al mismo tiempo el punto de referencia y de manipulación principal de la inflación. Hablar de *emisión monetaria* entonces es hacer alusión a la variable central de la política monetaria y si agregamos que, en términos de los actuales esquemas teórico-ideológicos que prevalecen, *es la base de toda la política económica*, se comprende la importancia de su estudio.

FUNCIÓN ESENCIAL DE LA BANCA CENTRAL

Durante más de seis décadas que han transcurrido desde la fundación del Banco de México, nuestra banca central, el orden jurídico que lo rige ha sido objeto de numerosas e importantes modificaciones. Así, mientras la ley de 1925 hizo efectivo el mandato constitucional de centralizar la emisión de billetes bajo el control del gobierno federal y permitió al banco hacer una contribución importante a la necesidad de mitigar la aguda restricción del crédito institucional que imperaba, las reformas de 1932 y 1936, permitieron, por un lado, la consolidación del instituto emisor y un manejo más flexible de las reservas internacionales al incorporarlas a su patrimonio. Ya con la nueva ley orgánica de 1941, las reformas permitieron que se adecuara a la nueva estructura del sistema bancario, liberalizando con amplitud el crédito al gobierno federal y a los bancos asociados.

De las reformas de la ley orgánica del banco central, interesa hacer mención que en la década de los años ochenta hubo más cambios que en toda su vida institucional, ya que las reformas de 1982 estuvieron caracterizadas por la *nacionalización de la banca*, pues se refirieron, en lo fundamental, a dar una nueva naturaleza jurídica a la institución que dejó de ser sociedad anónima para convertirse en organismo público descentralizado, así como para conferirle nuevas facultades en materia de cambios.

Muy pronto, hacia 1984, nuevos cambios en la normatividad sentarían las bases que permitieran adecuar al banco central hacia la ya denominada *modernización económica*. En la Exposición de motivos de la nueva ley, se argüía que no se contaba con disposiciones que *limitaran la cuantía del financiamiento* que el Banco de México podía conceder, lo cual dejaba abierta la posibilidad para un *uso excesivo del crédito primario*, refiriéndose con ello, justamente a la emisión monetaria y a cambios importantes que concordaban con la idea de una menor injerencia estatal en materia económica.¹

Este régimen, que hacía posible un financiamiento excesivo del banco, impedía usar los activos internacionales, que muchas veces se hicieron necesarios, al estar inmovilizados por la relación establecida entre billetes y reservas. Fue entonces que se estableció un límite al financiamiento interno del Banco de México, sujetando su monto al máximo que durante un ejercicio fiscal pudiera alcanzar, a la suma que fijara anualmente su Junta de Gobierno. La determinación de dicho límite quedó sujeta a las prioridades y objetivos que determinara el Plan Nacional de Desarrollo, y con la información y proyecciones de política económica que el Congreso de la Unión considerara al aprobar la Ley de Ingresos y el Presupuesto de Egresos de la Federación.

Resulta relevante la previsión de esta ley acerca de que el banco central *ya no otorgue crédito directo al gobierno federal*, salvo por lo que toca a la Cuenta de la

¹ La única restricción que existía era indirecta y se refería a que el monto de billetes en circulación, sumado al de las obligaciones a la vista en moneda nacional, a cargo del propio banco, no excediera en cuatro veces el valor que alcanzara la reserva monetaria integrada con activos internacionales.

Tesorería, con lo que se logra que el llamado *encaje* no se usara más como instrumento de captación que trasladaba los recursos al gobierno federal a través del crédito bancario, sino que fuera utilizado con propósitos exclusivos de *regulación monetaria*. Se institucionaliza, al mismo tiempo, la integración de la Junta de Gobierno, entre cuyas facultades destacan las que le confieren fijar el saldo que puede alcanzar el financiamiento interno del banco; aprobar los términos y condiciones del crédito en cuenta corriente que el banco otorgara al gobierno federal y la determinación de la desmonetización de los billetes.

A estas reformas a la Ley Orgánica del Banco de México, le suceden las de diciembre de 1988, en las que *se sustituye al encaje legal*, pues en su lugar se establece un *coeficiente* del 30% (un encaje fijo, mucho más bajo del que prevalecía que era cercano al 100 por ciento); medida que posteriormente, durante 1989, fue derogada para *desaparecer por completo*, y dejando a la discreción del sistema bancario la decisión de los niveles de liquidez que debían mantener.

FUNDAMENTOS LEGALES DE LA EMISIÓN

A pesar de los numerosos y drásticos cambios que la Ley Orgánica del Banco de México ha sufrido entre 1984 y 1993, las características y formas de la emisión monetaria se encuentran contenidas en la de 1993, en los artículos 1º, 2º, 3º, del capítulo I; y 4º, 5º y 6º, del capítulo II, de la misma. Al propio tiempo, dicha ley es reglamentaria de los párrafos sexto y séptimo del artículo 28 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.

Se establece, en el primer artículo, que el banco central será la persona de derecho público *con carácter autónomo* y se denominará Banco de México.²

Las funciones que le atribuye la ley en su artículo 3º son las de:

- a) regular la emisión y circulación de la moneda, los cambios, la intermediación y los servicios financieros, así como los sistemas de pagos;
- b) operar con las instituciones de crédito como banco de reserva y acreditante de última instancia;
- c) prestar servicios de tesorería al gobierno federal en materia económica y, particularmente, financiera;
- d) participar en el Fondo Monetario Internacional y en otros organismos de cooperación financiera internacional o que agrupen a bancos centrales, y
- e) operar con los organismos a que se refiere la fracción IV anterior, con bancos centrales y con otras personas morales extranjeras que ejerzan funciones de autoridad en materia financiera.

² A partir del 23 de diciembre de 1993, fue aprobada la ley que establece que el banco central es *autónomo*, es decir, no más banco del gobierno, cuyo objetivo principal es la de mantener la estabilidad de precios.

En el artículo 4° se establece que corresponderá privativamente al Banco de México emitir billetes y ordenar la acuñación de moneda metálica, así como poner a ambos signos en circulación a través de las operaciones que esta ley autoriza a realizar. También, en el artículo 56, se dispone que los billetes y las monedas metálicas que el Banco de México ponga en circulación deberán quedar registradas como pasivos en el balance de la institución a su valor nominal, convirtiéndose en deudor de todos los que tengan en sus manos el monto de la emisión.

LA EMISIÓN, CRÉDITO INTERNO NETO

A partir de la *autonomía* del banco central, la variable sobre la que empezó a actuar y a intervenir para el logro de la *estabilidad de los precios* fue la denominada *base monetaria*, que está conformada por la reserva internacional y por el crédito interno neto, este último concepto considerado el instrumento por excelencia de la política monetaria. Así, dada la demanda de base monetaria, en la medida que la acumulación de reservas internacionales implica una oferta excesiva de aquélla, el banco central debe proceder a disminuir su crédito interno. Como ya se mencionó, el objeto operativo de la política monetaria es lograr que la oferta de base monetaria se ajuste a la demanda de ésta. La demanda de base monetaria tiene dos componentes: la demanda por parte del público de billetes y monedas y la demanda bancaria de caja y depósitos en el Banco de México.

Desde 1994 el manejo de los agregados monetarios (billetes, moneda metálica y depósitos en cuenta de cheques, particularmente), sustento de la política monetaria, se enfocó a evitar una expansión excesiva de la base monetaria, pues el mercado de cambios empezó a presentar graves perturbaciones que redundaron en pérdidas de reservas internacionales. Para evitar trastornos por las variaciones en la liquidez, el banco central esteriliza o repone, según sea el caso, la inyección o sustracción de liquidez consecuencia de las intervenciones del banco. Lo que ocurrió en ese año fue la ampliación del crédito interno para reponer las pérdidas en la base monetaria por el lado de las reservas internacionales.

POLÍTICA MONETARIA Y AGREGADOS MONETARIOS

Las presiones a que estuvo sujeto el mercado de cambios durante 1994, como se mencionó, provocaron pérdida en las reservas internacionales, por lo que las autoridades del instituto central decidieron adoptar una política monetaria restrictiva.

Para analizar las razones, es preciso recordar que la crisis empezaba a manifestarse en todas las esferas: productiva, agrícola y comercial, propiamente desde 1993; sin embargo, el *crédito interno* neto venía disminuyendo desde 1990 como consecuencia de la política de esterilización en gran escala que adoptó el Banco de México, con el fin de mitigar el efecto inflacionario de los grandes flujos de capital

Cuadro 1. Agregados monetarios y base monetaria
Tasa de crecimiento nominal anual

<i>Años</i>	<i>M4</i>	<i>M2</i>	<i>M1</i>	<i>Cheques m/n</i>	<i>Billetes y monedas</i>	<i>Base monetaria</i>
Dic/93	27.3	14.4	17.7	19.8	13.7	7.3
1994						
Enero	24.7	12.5	19.5	22.5	12.8	12.8
Febrero	26.7	12.2	18.6	21.7	14.6	16.1
Marzo	25.6	16.3	20.3	16.3	30.0	29.2
Abril	19.8	15.9	14.5	11.8	18.5	18.9
Mayo	19.8	13.9	12.4	9.1	18.0	18.0
Junio	19.5	15.1	10.6	6.2	19.4	20.3
Julio	20.2	17.5	10.2	3.9	22.3	33.2
Agosto	21.7	21.6	9.9	2.0	27.4	25.7
Sept.	20.2	19.6	10.2	1.4	28.2	24.7
Oct.	20.6	21.2	7.5	2.0	19.1	20.5
Nov.	22.0	20.2	10.1	2.7	29.1	28.6
Dic.	25.0	22.7	3.8	-7.0	20.0	20.6

Fuente: Banco de México, *Informe anual 1994*.

que entraron al país en esos años.³ A pesar de lo cual, durante el periodo comprendido entre marzo de 1990 y noviembre de 1994, las reservas internacionales cubrieron la *base monetaria*.

De todos modos, desde septiembre de 1993 se observó que se aceleró el ritmo de crecimiento de los billetes y las monedas en circulación, lo cual continuó hasta 1994. Los factores que las autoridades mencionan como atribuibles a este fenómeno son: mayor actividad económica y menor inflación, pero también, que los bancos incrementaron los cargos al cliente por el uso de la cuenta de cheques; que redujeron sustancialmente las tasas de interés aplicables a las mismas cuentas de cheques. Todo lo cual contribuyó, dicen, a un uso más intenso de monedas y billetes pues, por supuesto, las bajas tasas no compensaban para muchos usuarios los costos de transacción de emplear cheques como medio de pago (cuadros 1 y 2). De la misma manera, la reducción del número total de tarjetas de crédito, frente al endurecimiento de las normas en esa materia.⁴

La política monetaria, medida por su principal instrumento, el crédito interno, ha sido fuertemente estricta, pues el crecimiento del agregado conocido como M1 (billetes y monedas metálicas, más cuentas de cheques del público), el más sensible de los agregados, registró un crecimiento mucho más lento desde 1993, pero fue mucho más notable su disminución, a partir de diciembre de 1994 (cuadro 3).

Si atendemos al denominado *agregado monetario amplio (M4)*, que incluye la totalidad de los recursos captados provenientes del público por el sistema

³ Véase Banco de México, *Informe anual* de 1991, 1992, 1993 y 1994.

⁴ Véase Banco de México, *Informe anual 1993*, pp. 71-75.

Cuadro 2. Tasas de interés de cheques, Cetes y CPP
%

Años	Cheques tasa ponderada	Cetes 28 días prom.	CPP	Diferencial	
				Cetes cheques	CPP cheques
Dic/1993	10.5	11.8	14.7	1.3	8.8
1994					
Enero	9.5	10.5	13.2	1.0	3.7
Febrero	8.4	9.5	12.0	1.1	3.6
Marzo	7.6	9.7	11.5	2.1	3.9
Abril	8.9	15.8	14.2	6.9	5.3
Mayo	9.6	16.4	17.0	6.8	7.4
Junio	9.8	16.2	17.2	6.4	7.4
Julio	10.2	17.1	17.8	6.9	7.6
Agosto	9.5	14.5	17.2	5.0	7.7
Sept.	8.9	13.8	16.7	4.9	7.8
Oct.	7.9	13.6	16.0	5.7	8.1
Nov.	7.9	13.7	16.3	5.8	8.4
Dic.	8.4	18.5	17.0	10.1	8.6

Fuente: Banco de México, *Informe anual 1994*.

financiero, así como billetes y monedas del poder del público, sufrió una reducción más amplia (cuadro 4).

POLÍTICA MONETARIA Y FINANCIERA PARA ENFRENTAR LA CRISIS Y LA DEVALUACIÓN

Difícilmente podría concebirse que, dada la profundidad de la crisis actual, una política monetaria y financiera pudiera resolver, aunque fuera en mínima proporción, la magnitud y complejidad que conlleva, en particular por el enfoque que del fenómeno se tiene para el trazo de la misma. Así tenemos que, en primer lugar, se plantea *el fortalecimiento de la capacidad del Banco de México para regular la evolución de la base monetaria, al adoptarse un régimen cambiario de flotación*. Tal propuesta tiene congruencia con los planteos del programa económico conte-

Cuadro 3. Base monetaria
(miles de millones de nuevos pesos)

Concepto	Dic. 1994	Mar. 1995	Abr. 1995
Base monetaria	56.9	48.8	47.6
Rva. monetaria	32.7	46.7	50.4
Crédito interno neto	24.2	2.1	-2.8

Fuente: Nacional Financiera, *El Mercado de Valores*, núm. 7, julio de 1995.

Cuadro 4. Agregado monetario amplio M4
(miles de millones de nuevos pesos)
saldos

Concepto	Dic. 1994	Mar. 1995	Abr. 1995
Agregado monetario amplio (M4)	739.3	758.9	734.4
Instrumentos bancarios más valores	658.8	680.6	656.1
Banca múltiple	430.2	474.7	476.2
Banca desarrollo	52.7	51.9	41.5
Val. gobierno	147.6	126.6	111.3
Val. privados	28.3	27.5	27.7
SAR	28.6	33.7	34.7
Billetes y monedas	51.9	44.6	43.6

Fuente. Nacional Financiera, *El Mercado de Valores*, núm. 7, julio de 1995.

nido en el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica, que a su vez obedece a los lineamientos del programa de "ajuste" aconsejado por el Fondo Monetario Internacional, mismos en los que el establecimiento de un tipo de cambio flexible es una condición indiscutible, pues obedece a las leyes del libre mercado de las divisas. Además se tiene la certeza de que mediante la manipulación del *crédito interno*, se logra influir de manera indirecta en el tipo de cambio.

En segundo lugar, *el establecimiento por parte del Banco de México de un límite explícito al crecimiento de su crédito interno neto, congruente con el propósito de procurar la rápida disminución de la inflación mensual durante la mayor parte de 1995*. En noviembre de 1995, la amenaza de llegar al 60 por ciento de inflación y el desplome, que no flotación, de la moneda nacional frente al dólar, hacían dudar de la efectividad de tan mencionado instrumento, cuyo límite ha sido fijado en 10 mil millones de nuevos pesos y amenaza con ser menor (en lugar de los 12 mil millones que se habían planteado al principio del año), al parecer es más congruente con la recesión que con el control de la inflación.

Tercero, *medidas tomadas por el banco central para fortalecer la capacidad de control de su crédito interno neto*. Se ha creado una especie de *encaje* bancario, ya que a partir de marzo de 1995, existe un régimen de depósitos en efectivo en moneda nacional que las instituciones de crédito hacen en el banco central. Es una obligación de los intermediarios para mantener en dichas cuentas un saldo promedio mensual *no inferior a cero*. Así, si un banco tiene algún sobregiro en la cuenta que lleva el Banco de México, éste deberá ser compensado con un depósito de igual monto. En mucho, la medida también obedece a la crisis de los bancos que se ha expresado en el crecimiento descontrolado de las carteras vencidas.

En cuarto lugar, se crearon *mecanismos para atender algunos de los problemas que ha enfrentado el sistema bancario a raíz de la emergencia económica*. Debido

a las deficiencias en los índices de capitalización,⁵ en virtud de la revalorización causada por la modificación del tipo de cambio en las carteras y en otras operaciones expuestas al riesgo. El problema de *liquidez* que se causó por este fenómeno, se atendió a través de créditos en dólares por el Fobaproa (Fondo Bancario para Defensa del Ahorro), para que los bancos le hicieran frente a sus obligaciones en el exterior. Al mismo tiempo, se puso en marcha el programa para restablecer la capitalización: Procapte (Programa de Capitalización Temporal), mediante el cual las instituciones de crédito con niveles de capitalización inferiores al 8%, pueden obtener los recursos faltantes para elevarlo. En contrapartida, las instituciones apoyadas deben entregar a Fobaproa obligaciones subordinadas convertibles.

Otro elemento importante es el correspondiente a las reformas a las leyes que regulan las agrupaciones financieras, las instituciones de crédito y el mercado de valores, en torno a la participación de personas morales, nacionales o *extranjeras*. En las acciones de la serie "A" los nacionales, y en las acciones serie "B" los extranjeros; incrementándose también los límites de la tenencia accionaria individual, previa autorización de la SHCP hasta el 20% del capital social. Finalmente, se redujo del 99 al 51% el porcentaje de acciones que debe detentar una entidad financiera del exterior en una filial constituida como sociedad controladora, institución de banca múltiple o casa de bolsa, y se incrementó el porcentaje máximo de acciones representativas de "capital neutro" hasta el 40% del capital social ordinario de cada sociedad.

Quinto, *se ha puesto en marcha la operación de futuros y opciones sobre el tipo de cambio como vehículos para facilitar la administración de riesgos en un entorno de mayor flexibilidad cambiaria*. Las operaciones a futuro permiten cubrirse del riesgo de las fluctuaciones en la cotización del peso, facilitando sobre todo a los empresarios las transacciones con el exterior sin pérdidas cambiarias.

Sexto, *las autoridades financieras de México han trabajado intensamente con organismos financieros internacionales, bancos centrales y gobiernos de otros países con el propósito de amortiguar los efectos derivados de la abrupta reducción de los flujos de capital*. Esto se ha traducido en financiamientos externos tanto del Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y de autoridades financieras de Estados Unidos y Canadá, es decir, el famoso "paquete de ayuda" para sustituir deuda de corto plazo (Tesobonos), por deuda de mayor plazo.

En suma, el manejo del instrumento denominado *crédito interno* por parte del banco central mexicano, indica el apego más estricto a los requisitos que la austeridad de los diversos programas de ajuste reclaman. Los resultados no parecen del todo satisfactorios, habida cuenta de que el multimencionado instrumento no logra ni estabilizar los precios ni influir en la estabilidad del tipo de cambio. Si bien resulta indispensable la acción de una política monetaria, ésta se contrae a ser congruente con las metas generales del crecimiento del PIB y su equitativa distri-

⁵ El índice de capitalización de los bancos debe ser del 8% y el promedio del sistema llegó a ser del 6%

bución, que dependen de una reactivación de la economía en términos de mayor inversión pública y privada, mayor y mejor producción agrícola e industrial y, por supuesto, más empleos y mejores remuneraciones salariales, renglones todos que requieren ser incentivados simultáneamente, para así pensar en la posible acción concertada de una correcta política monetaria, como complemento de todo lo anterior.