

EL MITO DEL GASTO PÚBLICO DEFICITARIO EN MÉXICO (1934-1956)*

*Enrique Cárdenas S.***

RESUMEN

Durante muchos años se ha considerado que el rápido crecimiento económico de México durante el periodo 1934-1956 sólo fue posible por el estímulo de una política económica expansionista que fue financiada de manera inflacionaria. De ahí el contraste con el desarrollo estabilizador de los años sesenta, que se considera la época de oro del crecimiento mexicano con estabilidad de precios. En este trabajo se argumenta que esta percepción es un mito y que las autoridades hacendarias y monetarias fueron esencialmente prudentes durante esos años, hicieron uso de los instrumentos de política a su disposición para impedir el desempleo e intentaron mantener tasas de inflación moderadas. Más bien, es el efecto de choques externos, como la recesión externa y las guerras, lo que explica en gran parte la inflación alta en ciertos periodos que llevaron, irremediablemente, a la depreciación del tipo de cambio en 1938, 1948 y 1954. Este resultado implica que la política económica no necesitó del gasto público deficitario para estimular el largo periodo de crecimiento económico mexicano del siglo XX.

* *Palabras clave:* México, política económica, siglo XX, crecimiento con inflación, política fiscal, política monetaria. *Clasificación JEL:* N16. Artículo recibido el 25 de enero de 2008.

** Director ejecutivo del Centro de Estudios Espinosa Yglesias, México. El autor agradece el apoyo inicial que tuvo de la Universidad Iberoamericana para la primera etapa de la investigación de este artículo.

ABSTRACT

It has been widely believed that Mexico's rapid economic growth during the 1934-1956 period was only possible through an expansionary economic policy financed by inflationary means. Hence its contrast with the Stabilizing Development policy of the 1960's, considered the golden age of rapid growth and stable prices. It is argued in this article that such perception is a myth and that the fiscal and monetary authorities were rather prudent and utilized the policy instruments then at their disposal to prevent unemployment and try to control inflationary pressures. Rather, it is the impact of external shocks, such as foreign recessions and wars, what actually explains to a large extent the high inflation which inevitably led to the currency depreciation in 1938, 1948 and 1954. The results show that an inflationary fiscal deficit was not needed to promote the long period of rapid economic growth in Mexico during the XX century.

INTRODUCCIÓN

Existen mitos en la historiografía económica de México y, de hecho, de cualquier país. Los mitos llevan a percepciones equivocadas de la realidad que llegan a tener un enorme peso en la psique social, e incluso en la cultura. Algunos mitos se convierten en leyendas y otros ni siquiera sobreviven unos años. Algunos mitos no tienen consecuencias concretas y son más bien curiosidades de la cultura. En cambio, existen otros que tienen repercusiones importantes. Normalmente un mito lleva a concepciones erróneas que incluso llegan a tener un efecto en el comportamiento humano en una sociedad. Por ejemplo, en los Estados Unidos existe el mito de que hay una gran permeabilidad social. Dada esa percepción de la gente, existe para ellos esperanza y por tanto su comportamiento es tal que prefieren esforzarse para subir en el escalafón socioeconómico. De no haber esperanza de permeabilidad socioeconómica, la gente tendería a comportarse antisocialmente, en rechazo al *status quo*, y se acentuarían comportamientos como la delincuencia.

En el caso de la historia económica de México existen mitos que distorsionan la percepción de la gente respecto a la historia del país. Por ejemplo, existe la percepción de que Porfirio Díaz fue un vende patrias al permitir, según se cree, que los extranjeros se hayan apoderado de la riqueza mineral y petrolera del país. Si bien este es sólo un mito que dista mucho de la reali-

dad, ha provocado que se satanice la figura histórica de Porfirio Díaz.¹ Esta satanización, que constituyó un enemigo histórico común, sirvió para fines políticos de los regímenes revolucionarios por más de 80 años. El rencor político subsiste al grado que, a la fecha, no se ha permitido traer los restos de Porfirio Díaz al país, y mucho menos se ha reconocido su verdadero valor como Presidente.

En muchas ocasiones un mito lleva a otro, y de ahí a otro más. Mitos tienden a interrelacionarse y a construirse uno encima de otro. Es más difícil elaborar un mito sobre una base de verdad, o bien pasar a un mito desde una verdad. Por eso, los mitos tienden a alimentarse unos de otros. Este artículo trata un mito que ha permeado a generaciones de economistas y que ha moldeado nuestra percepción de la política macroeconómica del siglo XX. Por años se ha pensado que el desarrollo estabilizador ha sido el periodo más exitoso en la historia económica del país durante el siglo XX, pues fue entonces que se logró crecer a tasas muy altas y con inflación sumamente baja. Fuera de ese periodo, y hasta antes de la firma del Tratado de Libre Comercio que “aseguró” la estabilidad al abrir la economía al exterior, existe la percepción que la política macroeconómica estuvo caracterizada por el uso de las finanzas públicas para impulsar el crecimiento económico. En particular, se considera que el periodo anterior al “desarrollo estabilizador” de los años sesenta fue caracterizado por alto crecimiento acompañado de alta inflación. Y como corolario se argumenta que el crecimiento sólo se logró por la política económica expansionista del gobierno federal, que llevó a desequilibrios macroeconómicos severos, como varias devaluaciones del tipo de cambio y desde luego la inflación permanente.

El propósito de este artículo es analizar el origen de ese mito y cómo se desarrolló desde los años treinta y cuarenta, hasta el inicio del “desarrollo estabilizador”. Este análisis es importante porque entre un grupo amplio de analistas, políticos y académicos existe una percepción de que sólo por medio del gasto público financiado con emisión de dinero (o con endeudamiento externo) ha sido posible generar crecimiento económico, aunque también forzosamente inflación. De ahí viene la idea generalizada que existe una disyuntiva entre crecer con inflación, o resignarse al estancamiento económico si se desea la estabilidad de precios. Se piensa que a lo largo del siglo XX sólo el “desarrollo estabilizador” logró salvar esta disyuntiva.

¹ La figura histórica de Porfirio Díaz se ha reconsiderado críticamente en los decenios recientes, lo que está develando la falsedad de la creencia popular. Véase una versión crítica e imparcial en Garner (2001).

Recientemente, otro grupo de académicos y analistas, más identificados con la idea de que el mercado es el mecanismo fundamental para la asignación de recursos, piensa que sólo las reformas estructurales energética y laboral, junto con la consolidación de las instituciones y del estado de derecho, permitirán retomar de nuevo la senda de crecimiento. Es decir, consideran que específicamente el gasto público en inversión es un apoyo para el crecimiento, sobre todo al promover una alta competitividad de la economía, pero que el sector privado es el principal responsable del crecimiento económico.

Al desenmarañar este mito en sus partes, que son mitos a su vez, se llega entonces a la conclusión de que no existe la disyuntiva entre crecimiento mediante la expansión del gasto o bien estabilidad pero con estancamiento. En realidad, las autoridades hacendarias y monetarias lograron impulsar el crecimiento económico sin recurrir al déficit público de manera excesiva, y mucho menos sin recurrir a aquel déficit impulsado por la emisión de dinero o por el endeudamiento externo. Esta conclusión aclara entonces esta falsa disyuntiva, lo que debería eliminar las discusiones respecto a los costos de la estabilidad macroeconómica en términos de crecimiento, que eventualmente surgen aún en México y la América Latina.

Un segundo tema es comprender hasta dónde la política económica tiene grados de libertad y hasta dónde los factores externos la influyen o incluso la condicionan. Este tema es importante para calibrar lo que puede y lo que no puede hacer la política económica en un ambiente no globalizado. Naturalmente, la potencia y capacidad de la política económica se ha modificado a lo largo de los años por los cambios institucionales y, en particular, con la institucionalización de la apertura económica a la competencia internacional.

En términos generales, el mito que se analizará a lo largo de este ensayo es el siguiente: las autoridades financieras, desde los años treinta hasta el gobierno de Adolfo López Mateos que inició en 1958, utilizaron las políticas monetaria y fiscal para expandir la economía. Ello generó crecimiento, pero sobre todo alimentó la inflación. O dicho de otra manera: la financiación inflacionaria moderna fue utilizada inicialmente por Lázaro Cárdenas y continuó, gobierno tras gobierno, hasta el final de los años cincuenta. Este mito es infundado pues, en realidad, las autoridades financieras fueron en general disciplinadas en lo fiscal y en lo monetario, y una buena parte de la inflación que ocurrió se debió, más bien, a los choques externos que esporádicamente sufrió la economía mexicana.

Para analizar este mito se revisa de dónde surge y cómo se ha difundido a lo largo del tiempo. Posteriormente se sigue un orden cronológico del desenvolvimiento de la economía, el origen de la inflación y hasta qué punto hubo finanzas públicas deficitarias, en qué cuantía y el modo de su financiación. Naturalmente, un tema esencial que se analiza de manera paralela es el de la política monetaria. En particular, resulta interesante observar su evolución institucional y sus protagonistas principales, así como su grado de responsabilidad en el aumento de los precios.

Al desvanecer este mito se podrá constatar que, por lo general, las autoridades hacendarias y financieras fueron sumamente sensatas en el manejo de los instrumentos de la política económica, a pesar de las críticas que sufrieron entonces y hasta casi la actualidad. De esta manera se deduce que la disyuntiva entre crecimiento con inflación y estabilidad, pero con estancamiento, no se contraponen entre sí. Más bien, es posible y deseable, crecer con estabilidad.

I. EL ORIGEN DEL MITO

Desde hace mucho tiempo se ha considerado que a partir del gobierno de Lázaro Cárdenas el modelo económico mexicano sufrió una gran modificación. Se menciona que al existir un pensamiento económico propiamente liberal, ortodoxo, que perseguía la estabilidad de precios más que ningún otro objetivo, se inició una nueva etapa en el pensamiento económico mexicano caracterizado por la intervención estatal para asegurar altas tasas de crecimiento y de creación de empleo (Guerrero Mondragón, 2005). El personaje más representativo del primer enfoque fue, sin duda, Luis Montes de Oca y junto con él Miguel Palacios Macedo. Ambos se destacaron por su participación en la Secretaría de Hacienda y posteriormente en el Banco de México, el primero como secretario y director del Banco, y el segundo como su asesor.²

Por otra parte, quien mejor representó el pragmatismo y la posibilidad de cierta intervención del Estado durante los años treinta fue Eduardo Suárez, quien fuera Secretario de Hacienda en casi todo el sexenio de Lázaro Cárdenas y durante la presidencia de Manuel Ávila Camacho (Suárez Dávila, 2005). Este giro en el pensamiento económico durante la segunda mitad de los años treinta se reflejó, en buena medida, en el papel del Banco de México

² Luis Montes de Oca también fue Secretario de Hacienda desde febrero de 1927 hasta diciembre de 1931.

y su relación con la Secretaría de Hacienda. En particular, se discutía hasta dónde el Banco de México tenía o no que financiar al gobierno de una u otra manera. En su inicio, el Banco de México fue concebido como una institución relativamente autónoma, aunque con instrumentos de política monetaria más bien raquíuticos. Incluso tenía funciones semejantes a las de un banco comercial privado. Años después, y debido a la Gran Depresión y a la escasez de medios de pago que la caracterizó en sus peores años, el Banco de México poco a poco adquirió los instrumentos esenciales de cualquier banco central de la época. En particular, se convirtió en el responsable del control del crédito, de la cantidad de dinero en circulación y de llevar las cuentas del gobierno federal.³

La política económica de Cárdenas puede caracterizarse como expansionista, con un alto contenido social, y con grandes inversiones en infraestructura física. El gasto público aumentó año con año a lo largo de su sexenio y en general se le ha achacado que una buena parte de ese gasto fue financiado por medios inflacionarios, una vez que el Banco de México aceptó de mala gana otorgarle créditos muy por encima de lo que le permitía la ley.⁴ A esto se le llamó entonces el sobregiro del gobierno federal.

Desde entonces se dijo que el enorme aumento de la cantidad de dinero en circulación había sido la causa principal de la inflación y de la consecuente devaluación de 1938. Esta afirmación se alimentó también de la controversia que se había desatado entre la Secretaría de Hacienda y el Banco de México sobre las prerrogativas de que el banco central financiara al gobierno federal, y que se había prolongado intermitentemente hasta el inicio de los años cuarenta. El asunto era el mismo: el papel de la política monetaria como regulador del crédito y de los precios internos, como única prioridad, *versus* la idea de que la política monetaria debía, además, fungir como factor para contrarrestar los embates extraordinarios que característicamente venían del exterior y evitar, cuando así fuera necesario, una recesión.⁵ La pri-

³ Véase, por ejemplo, Cavazos Lerma (1976), Cárdenas (1987). Véase la evolución de la ley orgánica del Banco de México en Martínez Ostos (1946) y Turrent (1982).

⁴ Como se verá líneas abajo, el Banco de México no cedió tan fácilmente ante la presión de la Secretaría de Hacienda. Su director, Luis Montes de Oca, auxiliado por Miguel Palacios Macedo, se enfrascó en una discusión con Eduardo Suárez, entonces Secretario de Hacienda, para definir el monto de la línea de crédito que tenía el gobierno federal con el Banco de México y en particular el sobregiro que tuvo que financiar en 1937. En la nueva Ley Orgánica del Banco de México de 1936 el monto de la línea de crédito se amplió de 5 a 10% del promedio de los ingresos fiscales de los tres años anteriores.

⁵ Esta última discusión se originó por la política monetaria contracíclica que se siguió como consecuencia de la segunda Guerra Mundial. Palacios Macedo (1975), pp. 15-24.

mera idea provenía de la memoria colectiva de la gran inflación causada por la excesiva emisión de dinero que había ocurrido durante la Revolución en México, y en varios otros países como consecuencia de la primera Guerra Mundial. La concepción más “intervencionista” provenía de la experiencia más reciente de los efectos de la Gran Depresión en el empleo y el bienestar de la gente, que había experimentado muy de cerca el propio Eduardo Suárez durante su estancia en los Estados Unidos (Suárez, 1977).

Además de los protagonistas principales ya señalados, quienes se atacaban esporádicamente desde diferentes trincheras, es posible que Víctor Urquidi fuera el primer analista independiente en afirmar, en 1946, que la devaluación de 1938 se debió en esencia a la expansión de la oferta monetaria ocurrida desde 1935 y durante los años subsecuentes. Con ello implicaba que la expansión monetaria había financiado el déficit público que el gobierno cardenista había generado, y que por tanto había colocado al objetivo de crecer por encima de la estabilidad (Urquidi, 1946). Sin duda esta visión permaneció a lo largo de los años e influyó en las primeras generaciones de economistas del país.

Pero quizá la fuente más importante de la idea de que el gobierno cardenista inició la época de financiación deficitaria para estimular la economía fue el maestro Leopoldo Solís. Su libro *La realidad económica mexicana: retrovisión y perspectivas*, que sigue publicándose ya en una tercera edición y con decenas de reimpressiones, ha sido utilizado por casi todas las generaciones de economistas que estudiaron desde los años setenta. En la primera edición de su libro,⁶ Solís denominó al periodo 1935-1956 como de “crecimiento con inflación” y explica que en esos años el país experimentó un gran crecimiento económico pero caracterizado por la inflación. Afirma también que el crecimiento se logró por la expansión de la inversión pública que determinó el déficit fiscal, el cual fue financiado con medios inflacionarios. Es decir, el crecimiento fue impulsado principalmente por el gasto deficitario del gobierno financiado por la expansión monetaria:

A partir del término de la gran depresión se inicia una etapa de crecimiento vigoroso. El producto por persona crece al 2.9% en los siguientes 32 años, 1935-1967 (al 3% anual el producto por persona se duplica cada 23 años). Este periodo, sin embargo, cubre dos lapsos fácilmente identificables, uno de crecimiento

⁶ La segunda edición, que apareció en 1981, no utiliza los mismos apartados, pero el sentido sigue siendo semejante.

con inflación, 1935-1956, y otro de crecimiento con estabilidad de precios y de tipo de cambio, que comprende de 1956 al presente [...] Desde 1935 la inflación caracterizó a la economía mexicana. Hasta 1956 la tasa media de crecimiento anual de los precios fue de 10%. Los movimientos de los precios cambiaron considerablemente durante las distintas fases del periodo de inflación, mostrando fluctuaciones bastante bruscas, siendo más acelerada durante la guerra y los periodos posdevaluatorios [...] El comienzo del proceso inflacionario quizás caracterice su comportamiento posterior: el sector público se allegó recursos con medios inflacionarios para invertir en obras de infraestructura, es decir, en la formación de capital, ampliando la dotación de un factor escaso. Las obras públicas constituyeron un factor inflacionario en tanto que demandaban factores, generaban gastos y presionaban la capacidad productiva, lo que se traducía en costos crecientes. En condiciones de financiamiento altamente inflacionario, este factor lo era aún más, debido al largo periodo de gestación de las obras públicas (Solís, 1970, pp. 109-110).

Yo mismo seguí esta hipótesis y contribuí en esa medida a propagar el mito. En mi tesis doctoral llamé a ese periodo como de “Financiamiento inflacionario: agosto de 1936 a noviembre de 1940” (Cárdenas, 1987, pp. 59-61). Y al igual que yo, otros historiadores económicos posteriores también le adjudican a la expansión monetaria para financiar el gasto público el origen de la inflación de esos años, acompañada de crecimiento económico (Turrent, 1982, pp. 409-413). Es decir, la idea de que el expansionismo cardenista sólo fue posible por el ejercicio del gasto deficitario, y que éste fue financiado mediante la emisión de dinero, ha prevalecido por muchos años y está ampliamente difundida.

II. ORIGEN DEL LA FINANCIACIÓN SUPUESTAMENTE INFLACIONARIA DE LOS AÑOS TREINTA

La Gran Depresión trajo como consecuencia una drástica reducción de la actividad económica, el empleo y los precios. La contracción en los Estados Unidos afectó negativamente la balanza comercial y ello redujo las reservas internacionales del Banco de México, y con ellas la base monetaria. La contracción de la cantidad de dinero en circulación fue severa. Entre 1928 y 1931 se redujo 57% y los precios disminuyeron 12% entre 1929 y 1931.⁷ La

⁷ Un análisis pormenorizado del efecto de la Gran Depresión en la economía mexicana, y específicamente en las variables macroeconómicas, se puede revisar en Cárdenas (1987), cap. 2 y 3; los datos están en los cuadros A1.12 y A2.6.

respuesta inicial a la crisis fue procíclica por parte de Luis Montes de Oca, como Secretario de Hacienda, al sostener el tipo de cambio, reducir la acuñación de pesos plata para aumentar la oferta relativa de oro y no emitir billetes a pesar de que eso fuera posible por la nueva Ley Monetaria del 25 de julio de 1931. La escasez de dinero fue de tal magnitud hacia fines de ese año que incluso se dieron situaciones de trueque y grandes críticas por parte de comerciantes e industriales que requerían medios de pago para operar. Finalmente las autoridades cedieron ante esa presión y a partir de diciembre inició la emisión de billetes respaldados por plata. Su aceptación fue inmediata y de apenas 100 mil pesos de billetes en circulación en el mes de noviembre, para marzo de 1932 habían llegado a 10.8 millones de pesos.⁸

En febrero de 1932 Alberto J. Pani fue nombrado nuevamente secretario de Hacienda y se emitió una nueva Ley de Instituciones de Crédito y otra sobre Títulos y Operaciones de Crédito. Pani siguió la política de incrementar la cantidad de dinero para aumentar los precios y facilitar las transacciones. Por tanto se inició la remonetización de la economía que tanto se había padecido desde que irrumpió la Gran Depresión. En 1931 la cantidad de dinero en circulación era apenas 6.8% del PIB, cuando en 1927-1928 era 11.8%. Además, los billetes no llegaban ni siquiera a 1% del total de la cantidad de dinero en circulación. A partir de diciembre de 1931 la oferta monetaria aumentó en términos reales año tras año, recuperó su participación en el PIB a fines de 1932 y cambió su composición hacia los billetes. Esto último se debió en parte al aumento del precio internacional de la plata que llevó a su desmonetización en abril de 1935.

A partir de entonces los billetes se convirtieron, finalmente, en la única moneda de curso legal, aunque la plata nunca dejó de circular por el territorio nacional (Cárdenas, 1987). Los niveles de la oferta monetaria como porcentaje del PIB continuaron aumentando lentamente y llegaron a 12.4% en 1936, para después volver a descender a 10.7% en 1938 y recuperarse a 12% en 1939 (Cavazos Lerma, 1976). En general, la oferta de dinero fluctuó desde los años veinte hasta los treinta entre 10 y 12.5%, con excepción de los peores años de la Gran Depresión. Es decir, no se puede hablar de una gran expansión de la cantidad de dinero en circulación, pues más bien su crecimiento acompañó a la expansión de la economía.

⁸ Véase pormenores de esta política restrictiva, que continuó aún después de haber abandonado el patrón oro, en *ibid*, pp. 75-80.

Sin embargo, existía la idea generalizada, promovida desde el gobierno mismo, que el presidente Cárdenas estaba dispuesto a realizar una serie de programas sociales que tendrían que financiarse de alguna manera. A ello se agregaba la percepción general de que la cantidad de billetes en circulación estaba aumentando mucho, lo cual era cierto pero en términos absolutos y no relativos al crecimiento del producto. Se presumía entonces que el aumento de dinero en circulación iba más allá de lo recomendable y que se estaba financiando un déficit fiscal debido a la expansión de proyectos sociales que eran muy conspicuos. Fue entonces cuando surgió una controversia entre Miguel Palacios Macedo, alto funcionario del Banco de México, y Eduardo Suárez que entonces ya era el Secretario de Hacienda. Palacios Macedo se resistía a que el Banco de México otorgara préstamos a la Secretaría de Hacienda para financiar el gasto público deficitario, y sólo los admitía para financiar faltantes de flujo de caja, de acuerdo con la Ley Orgánica del Banco de México vigente.

Palacios Macedo tenía en mente, junto con Luis Montes de Oca, la experiencia inflacionaria de la Revolución. En aquella época había habido abusos enormes de expansión monetaria que dio lugar a una hiperinflación entre 1914 y fines de 1916, y había el temor de que el público recurriera a cambiar pesos por dólares debido a esa desconfianza. Estaban convencidos que existían peligros inminentes de una expansión de los billetes.⁹ Esa había sido la razón por la cual se habían negado, aun después de la desmonetización del oro en julio de 1931, a permitir que la emisión de billetes del Banco de México pudiera estar respaldada por plata o documentos especificados en pesos plata. En realidad, esa posición ortodoxa le costó a Luis Montes de Oca la Secretaría de Hacienda, pues no estuvo de acuerdo en permitir la emisión de billetes a pesar de la enorme recesión que ocurría en el país, ni tampoco permitió una devaluación de la moneda.

Por su parte, Eduardo Suárez había vivido la Gran Depresión muy de cerca al pasar largas temporadas en países afectados por ella al inicio del decenio, y al haber estado comprometido en asuntos con la Secretaría de Hacienda también.¹⁰ Suárez estaba convencido que la política monetaria debía

⁹ Esta idea provenía de su apego a lo que se llamó entonces la doctrina de los billetes reales, muy en boga en la época. Véase un análisis de este tema y su influencia en las autoridades del Banco de México en *ibid.*, pp. 75-76.

¹⁰ Véase sus diversas tareas en la Secretaría de Relaciones Exteriores y su participación en la redacción de la Ley de Títulos y Operaciones de Crédito y la Ley de Instituciones de Crédito, al lado de Miguel Palacios Macedo y Manuel Gómez Morín, en Suárez Dávila (1977), p. LXXIII.

utilizarse no sólo para controlar el crédito, sino también para contrarrestar el efecto de perturbaciones macroeconómicas como la crisis de 1929. Es decir, no estaba en favor de la financiación del gasto público mediante la creación de dinero, sino de contrarrestar las disminuciones temporales de crédito privado que pudieran ocurrir, para evitar una recesión.

Efectivamente, la oferta monetaria estaba aumentando mucho en esos años, incluso en términos reales, pero sin exceder sus niveles en relación con el PIB que se habían experimentado antes de la crisis de 1929. Además, los precios comenzaron a recuperarse a partir de 1933 y no fue sino hasta 1936 que llegó a los niveles previos a la Gran Depresión. Del aumento de la oferta monetaria provenía la percepción de que en cualquier momento ese aumento de la cantidad de dinero en circulación tendría un gran efecto en los precios. Esta percepción generalizada se reforzaba por el hecho de que la oferta crecía básicamente por la emisión de billetes, lo que el público observaba todos los días, y en menor medida por las cuentas de cheques. Mientras que en 1932 la emisión de billetes constituía 10.5% de la oferta monetaria, para 1936 había llegado hasta 36.7% (Cabazos Lerma, 1976, p. 142).¹¹ Las autoridades del Banco de México buscaban asegurarse que no tendrían que otorgar demasiado crédito que pusiera en peligro la estabilidad de precios.

Aparentemente Miguel Palacios Macedo, uno de los redactores de las modificaciones a la ley, obtuvo lo que buscaba en la nueva Ley Orgánica del Banco de México de 1936. En ella se establecía que el banco central debía ser más bien pasivo en sus funciones de regulación del crédito. La ley indicaba específicamente los lineamientos por seguir en materia de política crediticia que debían darse sin atender a restricciones circunstanciales o requerimientos de urgencia, y la emisión de dinero debía estar vinculada a hechos de muy largo plazo, como el crecimiento de la población del país. A cambio de esta rigidez, la nueva ley del Banco de México de 1936 duplicaba el monto de la línea de crédito disponible para el gobierno federal, de 5 a 10% de los ingresos fiscales promedio de los tres años anteriores, y le daba derecho de veto al Secretario de Hacienda en varios temas. Además, en ese año se hizo obligatoria la asociación de los bancos comerciales al banco central y se facilitó la modifi-

¹¹ En realidad eso ocurría, en parte, por la desmonetización de la plata que ocurrió en 1935 debido a que el peso plata llegó a valer más como metal que como moneda, por lo que el gobierno la desmonetizó en abril de 1935. La desmonetización de la plata duró 15 meses, periodo en el cual se consolidaron los billetes como componente esencial de la oferta monetaria. Cavazos y Lerma (1976), pp. 77-78.

cación del encaje legal para consolidar al Banco de México como banco central del país (Martínez Ostos, 1946, pp. 422-426, y Turrent, 1982, pp. 392-393).

Como era de esperar, la nueva ley llevó a diversas críticas por la pasividad que se le asignaba al Banco de México en materia de política monetaria y crediticia, incluso de parte del mismo Secretario de Hacienda (Turrent, 1982, pp. 392-393). Al final Eduardo Suárez optó por no dar vigencia a la nueva Ley cuando así lo exigieron las circunstancias en 1937 y 1938. Entonces la Secretaría de Hacienda se excedió en el límite establecido, obligando al Banco de México a aceptar un sobregiro en la cuenta de la tesorería de casi 90 millones de pesos por encima del límite autorizado por la Ley al 31 de diciembre de 1937 (Banco de México, 1938, p. 28). A pesar de que esta cantidad representaba apenas 1.4% del PIB (Suárez Dávila, 1977, p. LXXX), el Banco de México reaccionó y su consejo de administración envió un memorándum al Secretario de Hacienda para pedirle que pagara cuanto antes el sobregiro que tenía en su línea de crédito, y que no lo volviera a hacer (Palacios Macedo, 1953).

A partir de entonces se presume que el gobierno financió su gasto excesivo con emisión de dinero. Esta presunción proviene del hecho que, al obtener la Secretaría de Hacienda autorización para que el Banco de México le prestara el “doble” de los recursos previamente autorizados, el gobierno se excedió en el uso de la línea de crédito por encima de su límite (aunque éste fuera relativamente pequeño). Esto parecería implicar, debido a la flotación del tipo de cambio de marzo de 1938 y a la inflación que aquejó a la economía durante los años siguientes, que a partir de entonces el gobierno federal no solamente utilizó esa línea de crédito adicional hasta el límite permitido, sino que lo hizo de ahí en adelante, y año tras año, para financiar su déficit público. Esta presunción se materializó para muchos de los observadores poco tiempo después: en diciembre de 1938 la Secretaría de Hacienda llegó a un acuerdo con el Banco de México para que el sobregiro se documentara con una emisión de Bonos de Tesorería, abriendo así el camino para la posible financiación inflacionaria del déficit público.

Si bien esta es la presunción, y después de haber analizado el hecho que los aumentos de la oferta monetaria fueron a la par con el crecimiento de la economía, quedan los interrogantes siguientes: ¿utilizó el gobierno de Lázaro Cárdenas o no, sistemáticamente, año tras año, la línea de crédito que obtuvo con la modificación de la ley del Banco de México para financiar el déficit público? ¿De qué tamaño fue el déficit fiscal durante el cardenismo?

¿Qué tanto se excedió de los límites legales que le imponía la Ley Orgánica del Banco de México? Y si se excedió, ¿por qué lo hizo?

No hay duda que el gobierno federal sí pidió dinero prestado al Banco de México y a partir de 1939 emitió Bonos de Tesorería que fueron adquiridos por el banco central. Pero el hecho es que la Secretaría de Hacienda, a pesar de la retórica oficial, no usó esos recursos totalmente para financiar el déficit público, que de por sí fue pequeño, y además los liquidó poco tiempo después. Ello nos lleva al análisis de las finanzas públicas del periodo 1935-1940.

III. EL SUPUESTO "POPULISMO ECONÓMICO" DE LÁZARO CÁRDENAS¹²

Existe entre la memoria colectiva la idea de que el presidente Lázaro Cárdenas se acercó mucho a las masas y para lograrlo expandió el gasto público. No cabe duda que impulsó una serie de programas sociales y pudo soportar el costo de la expropiación petrolera al hacerse cargo de esa industria en momentos difíciles. Existe la creencia que eso sólo fue posible por el aumento del gasto público por encima de sus ingresos, cuya financiación fue soportada esencialmente por emisión de dinero por parte del Banco de México. De esa manera logró, además, aumentar el crecimiento económico del país a lo largo de su sexenio. Por ello se ha implicado, explícita e implícitamente, que Cárdenas utilizó la ampliación del crédito que le permitió la Ley Orgánica del Banco de México de 1936 para inflar la economía durante su administración. Si no fuera así, entonces: ¿cómo logró aumentar el gasto público de 265 millones de pesos en 1934 a 604 millones en 1940 para financiar los enormes gastos sociales que prometió?, ¿por qué hubo tal inflación y por qué el peso tuvo que dejarse flotar en 1938?

Efectivamente el presidente Cárdenas aumentó mucho el gasto público durante su periodo, más rápido que el crecimiento de la economía. Promovió programas sociales y la construcción de infraestructura económica. Sin embargo, Cárdenas en realidad era muy sensato fiscalmente y mantuvo mucha más cautela en sus pautas de gasto público de lo que se cree. En realidad, el enorme aumento del gasto público que realizó su gobierno a lo largo de su sexenio sólo ocurrió, con excepción de 1938, en la medida que aumentó la recaudación fiscal.¹³ Cárdenas siempre presentó a consideración del Con-

¹² La argumentación central de esta sección está basada en Cárdenas (1993).

¹³ Esta afirmación proviene del análisis de los presupuestos autorizados inicialmente por el Congreso y el presupuesto ejercido. Ahí se puede comprobar que si bien aumentaron los gastos, eso sólo ocurrió cuando también aumentaron los ingresos, y casi en los mismos montos (*ibid*, pp. 687-691).

greso un presupuesto prácticamente equilibrado, que en el peor de los casos apenas se estimaba en 2 millones de pesos. Y si bien es cierto que una cosa es la propuesta de presupuesto y otra muy distinta su ejercicio efectivo, y que el gasto real del presupuesto resultó casi siempre en mayor déficit que el estimado inicialmente, es importante destacar que su monto a lo largo del sexenio fue muy pequeño como porcentaje del producto.

La rápida recuperación de la economía después de la Gran Depresión permitió que la recaudación fiscal también creciera a la par del PIB. Los ingresos públicos aumentaron de 295 millones de pesos en 1934 a 577 millones en 1940 (Cárdenas, 1993, p. 690). Ello fue posible, esencialmente, por el aumento de la actividad económica, pues el PIB creció a una tasa media anual de 5.6% entre 1932 y 1940. Como consecuencia, el déficit fiscal fue más bien pequeño, cuando lo hubo. En términos absolutos, las finanzas públicas presentaron superávit en 1935 y posteriormente déficit (aunque en 1943 también lo hubo). De hecho, si tomamos como punto de partida 1930, para 1935 se tenía un superávit acumulado de 54 millones de pesos (cuadro 1). Aun teniendo la autorización para utilizar el crédito del Banco de México disponible por la Ley Orgánica del Banco de México desde 1932, sus déficit fueron tan pequeños que no llegó a utilizar la línea de crédito para ese efecto, sino más bien para financiar las necesidades de flujo de caja. Sólo en 1938 fue necesario excederse del límite, como ya se comentó líneas arriba.

El mismo Eduardo Suárez, en sus memorias, indica que los excedentes

CUADRO 1. *Finanzas públicas (1930-1940)*

(Millones de pesos)

	<i>Superávit o déficit () anual</i>	<i>Superávit o déficit () acumulado</i>	<i>Línea de crédito</i>
1930	10	10	14
1931	30	40	14
1932	0	40	13
1933	22	18	13
1934	30	42	12
1935	12	54	14
1936	21	33	28
1937	28	5	33
1938	66	61	38
1939	5	66	Emisión de bonos
1940	27	99	Emisión de bonos

FUENTE: Elaborado por el autor con datos de Cárdenas (1993), p. 690.

presupuestarios de 1935, y de ahí en adelante, se utilizaron para ampliar los programas de inversión pública en infraestructura, que en un momento dado llegaron a ser “francamente deficitarios” (Suárez, 1977, p. 114). Cabe señalar que esta afirmación se refiere expresamente a 1938, en que la Secretaría de Hacienda se sobregiró en su línea de crédito por primera vez. La política económica reaccionó para contrarrestar la reducción del crédito bancario al reducirse sus depósitos, y enfrentar la crisis económica que apareció desde mediados de 1937. En realidad, esta crisis resultó ser sumamente severa, aun más que la de 1929 (véase cuadro 2). Las exportaciones se contrajeron desde mediados de 1937 y cayeron 25.2% en el año, los términos de intercambio también se contrajeron, y las importaciones fueron alentadas por una creciente sobrevaluación del tipo de cambio que inició en el segundo trimestre de 1937 y llegó a estar 21.9% sobrevaluado en marzo de 1938, al momento de la depreciación del peso. Todo ello trajo como consecuencia la reducción de las reservas internacionales de 88 a 30 millones de dólares entre febrero de 1937 y un año después (Cárdenas, 1987, p. 61, cuadro A2.4). Naturalmente, la base monetaria se contrajo. Además, hubo una reducción de los depósitos del público en los bancos, debido a la incertidumbre y a las fugas de capital, por lo que el Banco de México entró a apoyarlos y a impedir que se redujera excesivamente la oferta monetaria.

El secretario Suárez impulsó entonces una política fiscal y monetaria compensatoria, pero moderada. El gasto público ejercido en 1938 aumentó sobre lo presupuestado inicialmente, pero en proporción mucho menor a lo que había ocurrido los años anteriores. Por las cifras, da la impresión que la Secretaría de Hacienda, al percatarse que los ingresos fiscales no estaban aumentando por encima de la cifra inicialmente estimada como había ocurrido los años anteriores sino que se acercaba a lo presupuestado, decidió no seguir aumentando el gasto público. Por ejemplo, en 1936 y 1937, el gasto ejercido excedió al gasto presupuestario en 42.7%, mientras que en 1938 apenas lo hizo en 16.9%. Por su parte, los ingresos realmente obtenidos habían excedido las estimaciones aprobadas por el Congreso en 35.7% en promedio en 1936-1937, mientras que en 1938 apenas fue 1.6% más alto que la estimación de ingresos.

Es decir, al darse cuenta que los ingresos no aumentaban por encima de lo presupuestado como en años anteriores, la Secretaría de Hacienda detuvo el gasto en cuanto le fue posible. De hecho, pudiendo ejercer un déficit mayor en 1938 para enfrentar la crisis externa y las consecuencias de la expropia-

CUADRO 2. *Comparación de la Gran Depresión con la recesión de 1937-1938*
(Tasa media anual, porcentaje)

	<i>Gran Depresión</i>	<i>Recesión de 1937-1938</i>
<i>Efecto externo</i>		
Exportaciones	29.5	25.2
Términos de intercambio	15.8	23.5
Poder de compra de las exportaciones	22.8	22.2
Reservas internacionales	31.7	56.3
<i>Política económica</i>		
Oferta monetaria	18.4	10.8
Déficit fiscal/PIB	0	1.1
Depreciación del tipo de cambio	10.1	36.4
<i>Resultados</i>		
PIB	4.7	1.6
PIB industrial	9	4

FUENTE: Cárdenas (1987), cuadros 3.3, 4.2, A2.2.

ción petrolera, el gobierno decidió flotar el tipo de cambio y no ejercer un déficit excesivo para evitar presiones inflacionarias mayores. De esa manera evitó una gran recesión económica generada por la contracción externa que era al menos tan severa como la de 1929 (cuadro 2). De hecho, como señalé en otro trabajo, las autoridades hacendarias habían realmente aprendido la lección de la Gran Depresión al dejar flotar el peso, evitar disminuciones exageradas del crédito interno y permitir cierto déficit fiscal moderado (Cárdenas, 1987, pp. 63-65).

Además, esta interpretación de la sensatez fiscal del presidente Cárdenas y su secretario de Hacienda Suárez se demostró, en los hechos, con lo que ocurrió en 1939 y 1940. En esos dos años el déficit público volvió a disminuir drásticamente, a pesar de que el gobierno ya tenía, entonces, la posibilidad de venderle Bonos de Tesorería al Banco de México para financiar su gasto excedente. En 1939 el déficit fue de apenas 5 millones de pesos (0.1% del PIB) y en 1940, último año de gobierno y en medio de un ambiente electoral muy conflictivo, llegó a sólo 27 millones de pesos (0.6% del PIB). Más aún, el 31 de diciembre de 1941 el gobierno federal liquidó todos los Bonos de la Tesorería que tenía el Banco de México en su poder (Banco de México, 1942, pp. 36-37).

En conclusión, Lázaro Cárdenas no fue populista en lo económico como generalmente se piensa. Esta afirmación es aún más persuasiva al comparar

este déficit con los registrados en los Estados Unidos en esa época. Entre 1925 y 1940, el déficit fiscal en aquel país fue de 3.2% del PIB en promedio, y mucho más grande en la segunda mitad de los años treinta (Cárdenas, 1993, pp. 693-694). Ni durante el gobierno cardenista, ni tampoco en el siguiente, la Secretaría de Hacienda permitió que surgieran déficit públicos y cuando lo hubo, como en 1938, lo limitó hasta donde pudo. En ese año, el déficit fue de 66 millones de pesos (1% del PIB), mientras que la línea de crédito permitía una financiación de 38 millones de pesos. Más bien, la expansión monetaria y el déficit fiscal más cuantioso del decenio, que de por sí era relativamente pequeño, aunado a la flotación del tipo de cambio, sirvieron para evitar una recesión económica más aguda en 1938. Esta política contracíclica fue, en realidad, muy exitosa.

IV. LA INFLACIÓN DE LOS AÑOS CUARENTA Y EL PAPEL DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

La economía mexicana sufrió dos crisis externas en sentidos opuestos durante los años cuarenta. En la primera mitad, el efecto de la segunda Guerra Mundial indujo grandes entradas de capitales y estimuló la economía a través del sector externo. Al terminar el conflicto, la situación se revirtió: hubo salidas de capital y un gran déficit en la balanza de pagos que desembocó en la depreciación del tipo de cambio en julio de 1948. En esos años, la economía logró crecer muy rápidamente, 5.1% en promedio anual, la cantidad de dinero en circulación también aumentó vigorosamente, la inflación fue relativamente alta y la política de fomento económico muy dinámica. No es de extrañar que se considere entonces que el papel de la política económica expansiva haya sido la causante de la inflación y del ciclo devaluatorio de fines del decenio. Y por tanto se infiere que los años cuarenta forman parte de ese “crecimiento con inflación”, estimulado por el déficit fiscal que fue esencialmente financiado con crédito interno del Banco de México.

En realidad, la situación es un tanto distinta. La inflación de los años de la guerra fue causada sobre todo por la entrada de capitales y de las remesas a partir de 1943, el superávit comercial de los primeros años y el aumento del crédito otorgado por los bancos. La política monetaria intentó, con algún éxito, contrarrestar este efecto. El déficit fiscal en esos primeros años del decenio fue muy pequeño y no fue este el motor de la expansión fiscal. Al terminar la guerra, el desequilibrio externo de la economía creció muy rápidamente. Ante la amenaza de una recesión causada por la contracción mo-

CUADRO 3. Composición de la base monetaria (1939-1953)

Año	Reservas internacionales (millones de pesos)	Porcentaje del PIB	Crédito del Banco de México (millones de pesos)	Porcentaje del PIB	Base monetaria (millones de pesos)	Porcentaje del PIB	PIB (millones de pesos)	Participación de las reservas internacionales en la base monetaria	Participación de crédito de Banxico en la base monetaria
1939	215	2.9	499	6.8	714	9.7	7 337	0.30	0.70
1940	342	4.4	539	6.9	881	11.3	7 774	0.39	0.61
1941	302	3.5	716	8.2	1 018	11.7	8 701	0.30	0.70
1942	525	5.2	937	9.3	1 462	14.5	10 066	0.36	0.64
1943	1 176	9.6	1 050	8.5	2 226	18.1	12 285	0.53	0.47
1944	1 356	7.7	1 493	8.4	2 849	16.1	17 719	0.48	0.52
1945	1 808	9.3	1 224	6.3	3 032	15.6	19 382	0.60	0.40
1946	1 327	5.0	1 531	5.8	2 858	10.9	26 322	0.46	0.54
1947	790	2.7	1 943	6.6	2 733	9.3	29 237	0.29	0.71
1948	823	2.6	2 806	9.0	3 629	11.6	31 196	0.23	0.77
1949	1 401	4.1	2 780	8.1	4 181	12.2	34 316	0.34	0.66
1950	2 846	7.2	2 825	7.1	5 671	14.3	39 736	0.50	0.50
1951	2 647	5.2	3 084	6.0	5 731	11.2	51 245	0.46	0.54
1952	2 563	4.5	3 480	6.1	6 043	10.5	57 482	0.42	0.58
1953	2 337	4.1	4 111	7.2	6 448	11.3	57 172	0.36	0.64

FUENTE: Cárdenas (1994), cuadro IV.2. A partir de 1948, Gómez Oliver (1981), cuadro 1.

netaria, el gobierno decidió impedirla. Aumentó el crédito interno y ejerció un déficit fiscal moderado aceptando cierta inflación, y a regañadientes tuvo que dejar flotar el tipo de cambio en 1948. La economía no se contrajo sino siguió su senda de rápido crecimiento, con algunas fluctuaciones, también en la segunda mitad del decenio. ¿Fue ésta la mejor política económica?; ¿hasta dónde el efecto externo fue tan severo como para hacer inevitable la inflación y la final depreciación del peso?, o más bien ¿fue el gobierno con la expansión monetaria quien causó el aumento de precios y la final devaluación del tipo de cambio?

No cabe duda que la economía de los Estados Unidos, que al considerar entrar en el conflicto desde 1939 comenzó a expandir su gasto y por tanto su demanda de importaciones creció 13.7% en los siguientes tres años. Empero, su efecto, y el de la entrada de capitales, no se hicieron sentir en la economía mexicana hasta 1941. Esta tendencia continuó los años siguientes y fue reforzada por las remesas de los braceros y por la creciente actividad turística. Dadas estas entradas de dólares, las reservas internacionales del Banco de México aumentaron de 41.4 millones de dólares en 1939 a 372.7 millones en 1945, que equivalían entonces a 9.3% del PIB.¹⁴ Ese monto tan alto de reservas internacionales no se volvería a registrar hasta 1955. Por tanto, el aumento de las reservas internacionales acrecentaron la parte externa de la base monetaria y contribuyó con 69% del aumento de la base monetaria entre 1939 y 1945 (cuadro 3). Cabe hacer notar que como porcentaje del PIB el crédito interno del Banco de México no sólo no aumentó en ese periodo, sino que incluso disminuyó un poco: de 6.8% en 1939 a 6.3% en 1945, aunque llegó a un máximo de 9.3% en 1942. En contraste, las reservas internacionales aumentaron de 2.9 a 9.3% del PIB entre 1939 y el final de la guerra. Es claro entonces que el aumento en la base monetaria se debió esencialmente al efecto externo al aumentar las reservas internacionales.

Ante estas cifras, parece necesario indicar que la política monetaria, realizada por la Secretaría de Hacienda y por el Banco de México, fue sumamente activa para intentar contrarrestar este efecto externo. A pesar del relevo en la Presidencia de la República, en que Manuel Ávila Camacho sustituyó a Lázaro Cárdenas, Eduardo Suárez continuó al mando de la Secretaría de

¹⁴ Estas reservas son muy grandes en términos porcentuales del PIB, en particular si se considera lo pequeño del sector externo (importaciones más exportaciones) de esos años (3.4% del PIB). Por ejemplo, a fines de 2007 las reservas también equivalieron a 9% del PIB, periodo en que se considera que las reservas del Banco de México son particularmente altas, a la vez que el sector externo de la economía representa alrededor de 60% del PIB.

Hacienda. En la dirección del Banco de México tuvo a un colega más afín a sus ideas, Luis Villaseñor, con quien elaboró e instrumentó la política económica en una época tan convulsionada. Si bien parecería que la política monetaria no tuvo mayor repercusión en contener el efecto externo, en realidad las autoridades financieras intentaron con cierto éxito esterilizar las entradas extraordinarias de dólares para reducir el efecto negativo, y trataron de evitar aumentos excesivos del crédito. Entre las medidas más importantes que se aplicaron, las autoridades reformaron la legislación del Banco de México y de las instituciones crediticias, utilizaron ampliamente el encaje legal para controlar el crédito, llegaron a acuerdos voluntarios con los bancos del Distrito Federal para que éstos restringieran sus préstamos, vendieron oro y plata para absorber liquidez del sistema, emitieron bonos con el mismo fin e iniciaron el control selectivo del crédito (Cárdenas, 1994).¹⁵ De no haber tomado estas medidas, y a pesar de que el crédito del Banco de México apenas creció en esos años, el efecto en la oferta monetaria y en la inflación hubiera sido mucho más severo. No obstante, la inflación aumentó más de 95% durante los años de la guerra, lo que representó un promedio anual de 18.5 por ciento.¹⁶

Naturalmente, el peso se sobrevaluó. Con un tipo de cambio fijo, a pesar de las presiones para revalorarlo y de la inflación en los Estados Unidos, el peso sufrió una sobrevaluación de 35% en 1945 comparado con un nivel cercano al equilibrio en 1939 (Cárdenas, 1994). El abaratamiento real del dólar tendría graves consecuencias en el comercio exterior durante los primeros años de la posguerra.

Por su parte, el gobierno aprovechó el estímulo externo a la economía durante la guerra para fortalecer su política de fomento. Al aumentar la actividad económica también aumentó la recaudación fiscal, que creció 3.7% en términos reales durante el periodo bélico, e incrementó también su gasto. Éste creció 5.5% en términos reales, y el 30% del gasto se dedicó a la inversión en infraestructura y otras erogaciones de capital entre 1939 y 1945. La inversión pública creció 15.7% en términos reales en promedio anual, lo

¹⁵ Algunas de estas medidas no eran comprendidas enteramente en la época. Véase, por ejemplo, algunos artículos de Miguel Palacios Macedo que aparecieron en *El Universal*. Palacios Macedo (1975). Suárez indica que en esos años perdió la amistad de viejos amigos y colegas, como Manuel Gómez Morín, el mismo Miguel Palacios Macedo, y años más tarde con Alberto J. Pani. Suárez Dávila (1977), pp. LXXXVII y LXXXVIII.

¹⁶ El aumento de la inflación no fue homogéneo. Entre 1939 y 1942 la inflación promedio fue de 5.6%, mientras que en los años posteriores se aceleró, particularmente en 1943, para promediar 18.5% hasta 1945 (INEGI, 1990, p. 777).

cual es evidente que afectó positivamente al resto de la economía. La consecuencia en la inversión privada fue muy importante al generar un efecto de atracción (*crowding in*) y por ello el crecimiento del PIB fue extraordinario. Este efecto continuó después de la guerra y hasta fin del decenio, cuando la inversión pública llegó a representar 40% del gasto público y creció 12.5% anualmente.¹⁷ Estas cifras son verdaderamente notorias y caracterizan esos años de rápido crecimiento (Ortiz Mena *et al*, 1953).

El desarrollo se dio de manera relativamente equilibrada pues si bien el sector industrial, sobre todo las manufacturas y la construcción, aún era el motor de la economía, los demás sectores económicos también fueron dinámicos. Incluso se dio una expansión del sector manufacturero estimulado por la demanda externa y no por la sustitución de importaciones. El sector industrial creció 7% en promedio durante el decenio, mientras que el sector agropecuario llegó a 4.3% anual. Por su parte, los transportes tuvieron un crecimiento de 8.5% en promedio anual. El único sector que se estancó fue el de la minería (Cárdenas, 1994). No hay duda que la mayoría de los sectores obtuvieron aumentos de productividad, aprovechamiento de economías de escala y externalidades positivas en varios sectores.

Se ha argumentado que el crecimiento de la inversión pública durante los años cuarenta fue resultado de una política fiscal deficitaria y financiada en esencia con recursos inflacionarios. Eso no es verdad. Justamente debido al rápido desenvolvimiento económico, los ingresos fiscales continuaron creciendo y por tanto el déficit fiscal fue más bien pequeño. De hecho, los déficit durante los años de la guerra apenas promediaron 0.7% del PIB y 8.4% del gasto público (cuadro 4). Esa es una cifra muy pequeña que difícilmente puede haber causado la gran inflación de esos años, además de que 100% del déficit se destinó a la inversión pública.

Es decir, se puede hablar más bien de una gran sensatez de la política económica durante la segunda Guerra Mundial al intentar esterilizar las entradas de dólares y mantener un déficit público más bien pequeño, y destinar un altísimo porcentaje del gasto a la inversión, que redituó en altas tasas de crecimiento. Por tanto, la inflación y los desequilibrios que se dieron en esos años fueron provocados por el efecto del conflicto bélico, y no por la política económica.

¹⁷ Aunque el arreglo de la deuda externa que estaba pendiente desde el inicio de la Revolución no aportó recursos nuevos en un inicio, abrió las posibilidades de acceder nuevamente al crédito externo. Esta prerrogativa ocurrió casi de inmediato, pero en montos muy pequeños. Cárdenas (1994), pp. 98-99.

CUADRO 4. *Finanzas públicas*
(Millones de pesos corrientes)

	<i>Ingresos</i>	<i>Egresos</i>	<i>Superávit o déficit ()</i>	<i>PIB</i>	<i>Superávit/PIB (porcentaje)</i>
1940	577	610	33	7 774	0.4
1941	665	689	24	8 701	0.3
1942	746	845	99	10 066	1.0
1943	1 092	1 085	7	12 285	0.1
1944	1 295	1 505	210	17 719	1.2
1945	1 404	1 633	229	19 382	1.2
1946	2 012	1 829	183	26 322	0.7
1947	2 055	2 343	288	29 237	1.0
1948	2 268	2 773	505	31 196	1.6
1949	3 891	3 741	150	34 316	0.4
1950	3 641	3 463	178	39 736	0.4

FUENTE: Cárdenas (1994), cuadros A1 y A25.

Al terminar la guerra el entorno económico internacional se revirtió totalmente. El fin de la guerra, que casi coincidió con la conclusión del mandato del presidente Ávila Camacho para ser sustituido por Miguel Alemán, afectó nuevamente a la economía mexicana, pero de manera adversa. Se redujeron las exportaciones mexicanas drásticamente y se “liberaron” las importaciones de las restricciones impuestas por la guerra. Además, se liberaron todos los precios controlados durante el conflicto bélico, lo que afectó la inflación de ese año en 18.8%. Las exportaciones dejaron de crecer a la velocidad que lo habían hecho, pero las importaciones prácticamente explotaron. El déficit comercial creció de inmediato, alimentado por la sobrevaluación del peso que ya se comentó, y la salida de capitales contribuyó también para generar el déficit en cuenta corriente y la presión sobre el tipo de cambio. El desequilibrio externo entonces redujo las reservas internacionales de manera frecuente, hasta llegar a 123 millones de dólares en diciembre de 1948, cuando existían 373 millones de dólares apenas en 1945. El crédito amenazó con colapsarse al reducirse la parte externa de la base monetaria por la salida de dólares.

Entonces la Secretaría de Hacienda, ahora bajo el mando de Ramón Beta, se enfrentó a una disyuntiva semejante a la de 1937-1938: permitir que cayera la demanda agregada al contraerse el medio circulante y el crédito debido a la reducción de las reservas internacionales ya mencionada, lo que llevaría a la contracción de la actividad económica y del empleo, o bien ex-

pandir el crédito interno para compensar la reducción de la cantidad de dinero en circulación y evitar así la recesión.

El gobierno de Miguel Alemán optó por esto último. En materia monetaria, compensó la pérdida de reservas y la sustituyó con crédito interno otorgado por el Banco de México. Sin embargo esta compensación fue moderada y no impidió la contracción de la cantidad de dinero en circulación. Mientras que la parte externa de la base monetaria disminuyó de 60 a 23% entre 1945 y 1948, el crédito interno del Banco de México sólo aumentó de 6.3 a 9% del PIB en esos años, cifra semejante a la que había existido en el clímax de la guerra (véase cuadro 3). En realidad, el medio circulante se redujo un poco en términos nominales en 1946 y 1947, pero la reducción real fue de 20.5% en sólo dos años.

Difícilmente se puede hablar entonces de una política monetaria expansionista en esos años que haya provocado la inflación. Más bien, se podría argumentar que la política monetaria contribuyó a que la inflación fuera bastante limitada, 6% en 1947 y 7.3% en 1948. En realidad se trató de una política monetaria contracíclica que logró menguar el efecto del término de la guerra pero sin estimular la inflación.

Por su parte, la política fiscal continuó su expansión y el secretario Beteta claramente siguió una política deficitaria para superar la amenaza de una recesión severa en los primeros años de la posguerra (Beteta, 1951). El déficit estimado inicialmente para 1947 y 1948 fue de 119 y 253 millones de pesos, respectivamente, mientras que los efectivamente realizados sobrepasaron esa cantidad en más del doble. Aun así, los déficit fueron más o menos bajos si se les compara con la actividad económica, pues llegaron a 1 y 1.6% del PIB (Santillán López y Rosas Figueroa, 1962, anexo 8, y Cárdenas, 1994). Por tanto, la política fiscal deficitaria también fue moderada, aunque en la época fue atacada por diversos analistas como excesiva.

Es posible que una política económica alterna hubiera sido preferible. De haber acompañado esta política monetaria restrictiva y la política fiscal un tanto expansionista con una política cambiaria flexible, que hubiera permitido flotar el tipo de cambio entonces en lugar de esperar hasta el casi agotamiento de las reservas internacionales a mediados de 1948, el efecto externo recesivo en la actividad económica hubiera sido aún menor. De hecho, el PIB real creció 3.4% en 1947 y 4.1% en 1948, cuando en 1946 el PIB real había crecido 6.6 por ciento.

Se puede decir entonces que dado el enorme efecto del término de la gue-

rra, el gobierno alemanista consiguió impedir una recesión severa mediante una política monetaria compensatoria y una política fiscal expansionista, ambas moderadas. En todo caso, se le podría culpar al presidente Alemán y al secretario Beteta de su política cambiaria: no haber permitido antes la flotación del peso y haber intentado defenderlo mediante el establecimiento de restricciones a las importaciones, cuando la devaluación era inminente desde el término de la guerra por el deterioro creciente de la balanza de pagos y la sobrevaluación del tipo de cambio.¹⁸

Una vez que el peso entró en una etapa de libre flotación y los precios relativos fueron más equilibrados, la actividad económica tendió a recuperarse rápidamente. En 1949 el PIB creció 5.4 y 9.9% en 1950, uno de los años de mayor crecimiento económico en el siglo XX. La inflación en 1949 también fue moderada (5.8%) y no fue sino hasta julio de 1950 que se aceleró nuevamente, otra vez como consecuencia de un efecto externo considerable. En los 12 meses siguientes, los precios crecieron 29.3%, para después estabilizarse de nuevo en ese nivel. ¿Por qué aumentaron tanto y tan súbitamente los precios en aquel año?; ¿fue una política deficitaria y financiada con impresión de dinero, como implica la idea de “crecimiento con inflación”?; o más bien ¿se debió a algún efecto externo? En realidad, la enorme inflación de ese año, que a la postre incluso llevó a la devaluación de 1954, fue causada por un choque externo severo, semejante al de la segunda Guerra Mundial, pero de corta duración.

Ese choque se caracterizó por una gran entrada de dólares al país y surgió a partir del estallido del conflicto armado en Corea. Los Estados Unidos entraron a una guerra que impulsó las exportaciones mexicanas, y coincidió con repatriación de capitales que ocurrió después de la devaluación de 1949 y con otras entradas de capital de corto plazo. Las exportaciones crecieron 20.6% en promedio en 1950 y 1951 (216.7 millones de dólares en los dos años), mientras que la cuenta de errores y omisiones de la balanza de pagos tuvo un saldo positivo de 171.2 millones de dólares. El efecto en las reservas internacionales se observó de inmediato en 1950, al aumentar 172 millones de dólares, y retroceder apenas 7.5 millones al año siguiente, debido al aumento enorme de las importaciones.

¹⁸ Es interesante destacar que en 1947, por el deterioro de la balanza comercial, el gobierno estableció las primeras barreras cuantitativas al comercio, que después se generalizaron, y convirtieron las tarifas específicas en tarifas *ad valorem*. Este fue, en realidad, el inicio de la política expresa de protección a la industria que después se conocería como la política de sustitución de importaciones (*ibid*, pp. 108-110).

Al igual que durante la guerra, el Banco de México intentó esterilizar la entrada súbita de capitales para aminorar su efecto en la base monetaria, pero el intento fue insuficiente. El esfuerzo del Banco por esterilizar las entradas de capital implicó, además de vender oro, plata y valores gubernamentales al público, establecer en enero de 1951 un encaje legal de 100% de los nuevos depósitos, con el fin de restringir el crédito. No obstante estos esfuerzos, la base monetaria creció 30.5% en 1950, crecimiento que se explica en 97% por el aumento de las reservas internacionales del Banco de México (véase cuadro 5). Por tanto, la cantidad de dinero en circulación aumentó 37.6 por ciento.

Pero la situación cambió radicalmente en 1951. La pequeña reducción de las reservas por el aumento de las importaciones y la disminución del crédito del Banco de México a la Secretaría de Hacienda hicieron que la base monetaria apenas aumentara 1%. Sin embargo, la inercia y el comportamiento de los bancos privados, al utilizar reservas excedentes y del público al demandar liquidez, provocaron un aumento de la oferta monetaria relativamente alto, de 13.6%. Por tanto, queda claro que el aumento de las reservas internacionales de 1950, causado por la guerra de Corea, provocó el incremento de la cantidad de dinero en circulación lo que afectó el nivel de precios.

Esto queda claro también por el comportamiento de las finanzas públicas de esos últimos años del periodo de Miguel Alemán con la dirección hacendaria de Ramón Beteta. La política fiscal fue superavitaria desde 1949 hasta 1952 para contrarrestar la entrada de divisas y atemperar las presiones inflacionarias. La política fue exitosa pues logró efectivamente un superávit de 0.4% en los primeros tres años, mientras que en 1952 sólo se tuvo un déficit de 0.2% del PIB (cuadro 6). Por tanto, no sólo no hubo déficit fiscal durante el periodo de alta inflación (de mediados de 1950 a mediados de 1951), sino que incluso hubo superávit durante varios años. Entonces, y contra lo que tradicionalmente se piensa, la política fiscal restrictiva atemperó la presión inflacionaria. El resultado fue una inflación de 12.6 % en 1952 y sólo de 1.9% en 1953, cuando ocurrió un déficit fiscal de apenas 0.8% del PIB. La inflación, por tanto, se debió al gran efecto externo de la entrada de divisas que la política monetaria no logró contrarrestar completamente.

Visto de otra manera, si se toma la inflación promedio entre 1949, al estabilizarse el peso, y 1953, justo antes de la devaluación, la inflación promedio fue de 10.7%. Si a esta cifra se le quita la inflación de 1951 (la generada por la

CUADRO 5. Efecto de la guerra de Corea y sus secuelas

	Exportación (millones de dólares)	Variaciones de las reservas		Base monetaria			Oferta monetaria (millones de pesos)	Inflación (porcentaje)	Superávit fiscal (porcentaje del PIB)	PIB (variación anual, porcentaje)
		internacionales (millones de dólares)	internacionales (millones de dólares)	Variación anual (porcentaje)	Parte externa (porcentaje)	Parte interna (porcentaje)				
1949	701	41.4	14.2	33	67	3 971	9.5	0.4	5.4	
1950	827	171.9	30.5	50	50	4 857	9.3	0.4	9.9	
1951	918	7.5	1	46	54	6 290	24	0.4	7.7	
1952	984	20.6	5.3	42	58	6 544	3.6	0.2	3.4	
1953	964	41.8	6.5	36	64	7 042	1.9	0.8	0.3	

FUENTE: Véase exportaciones, reservas, oferta monetaria, inflación y PIB en Cárdenas (1994), apéndice estadístico, cuadros 1, 18, 21, 22 y 38. Base monetaria y superávit público, cuadros 3, 4 y 5.

CUADRO 6. Finanzas públicas

(Millones de pesos corrientes)

	Ingresos	Egresos	Superávit o déficit ()	PIB	Superávit /PIB (porcentaje)
1949	3 891	3 741	150	34 316	0.4
1950	3 641	3 463	178	39 736	0.4
1951	4 884	4 670	214	51 245	0.4
1952	6 338	6 464	126	57 482	0.2
1953	5 023	5 490	467	57 172	0.8
1954	7 714	7 917	203	69 680	0.3
1955	9 024	8 883	141	84 870	0.2
1956	10 194	10 270	76	96 996	0.1

FUENTE: Cárdenas (1994), cuadros A1 y A25.

guerra de Corea y que llegó a 29.3% en ese periodo), entonces la tasa promedio de inflación de 1949-1953 fue de apenas 5.3%. Algo semejante se puede decir del periodo 1939-1953, en que la inflación promedio fue de 10.4%.¹⁹ Los años de la guerra mundial en que el choque externo fue más severo y afectó más el nivel de precios fue en 1943, 1944 y 1946. Pero si eliminamos esos tres años del promedio, y también 1951 por el efecto de la guerra de Corea, entonces la inflación promedio del periodo 1939-1953 hubiera sido de sólo 5.5%. Queda claro, entonces, que la inflación del periodo fue causada esencialmente por los choques externos, que las políticas monetaria y fiscal fueron muy sensatas y más bien conservadoras, y que intentaron con cierto éxito paliar el efecto del exterior. Es obvio que el ciclo por el que se encontraba la economía mexicana en la época fue muy favorable, pues a pesar de esos choques el PIB creció a una tasa promedio de 5.2% en 1939-1953.

V. LA DEVALUACIÓN DE TERCIOPELO DE 1954²⁰

Con el nuevo gobierno del presidente Ruiz Cortines en 1952 hubo relevo en la Secretaría de Hacienda: Antonio Carrillo Flores sustituyó a Ramón Betea. En ese momento la economía estaba sufriendo las consecuencias de la posguerra de Corea que, al igual que con la segunda Guerra Mundial, se reflejó en una disminución de las exportaciones, el deterioro de la balanza comercial por el aumento desproporcionado de las importaciones y la consecuente reducción de las reservas. Esta reducción fue atemperada nuevamente por el Banco de México mediante diversas medidas de política económica, como la eliminación del encaje marginal de 100%. La base monetaria aumentó 6.1% en promedio en 1952 y 1953 por el incremento del crédito interno del Banco de México, lo que impidió la contracción de la oferta de dinero (véase cuadro 3). La contracción externa y la política restrictiva, así como la recesión moderada característica del primer año del nuevo gobierno, provocaron un estancamiento del PIB en 1953. Para el segundo semestre del año la economía comenzó a recuperarse y con ella el deterioro de la balanza comercial continuó.

Las nuevas autoridades financieras siguieron el esquema anterior. Decidieron contrarrestar el efecto externo y a la vez impedir una recesión excesi-

¹⁹ Se considera 1939 por ser el año en que el tipo de cambio se encontraba en un cierto equilibrio.

²⁰ La siguiente argumentación está basada en Cárcenas (1994), pp. 148-150.

va: la política monetaria fue relativamente moderada al aumentar la base monetaria apenas por encima del crecimiento del PIB, lo mismo que la política fiscal que tuvo un déficit de 0.8%, lo que contribuyó a la rápida estabilización de los precios después del choque externo provocado por la guerra de Corea.

Pero lamentablemente la inflación anterior,²¹ la generada por el choque externo de Corea, ya había hecho el daño. A pesar de que en los meses y años subsecuentes la inflación se redujo de modo notorio, el tipo de cambio quedó sobrevaluado en 25% para fines de 1953, lo que había generado un deterioro adicional de la balanza de pagos. A pesar de los esfuerzos del gobierno por reducir las importaciones mediante el aumento de los aranceles en 25% a principios de 1954, la cuenta corriente siguió su tendencia al desequilibrio, aunque de manera por demás gradual.

Las autoridades entonces decidieron depreciar el tipo de cambio. En un ambiente de bastante calma, en que la inflación de 1953 había sido sólo de 1.9% en promedio, con 266 millones de reservas en el Banco de México al 31 de diciembre de 1953,²² el Presidente, a través del Secretario de Hacienda, decidió devaluar el tipo de cambio el sábado de Gloria de 1954, para sorpresa de la población. ¿Por qué lo hizo? ¿Había razones justificadas? En realidad sí las había, pero no fue una devaluación de urgencia o inminente como habían sido las anteriores, y las que le sucedieron. La tendencia del déficit comercial en los años anteriores y la sobrevaluación acumulada del peso mostraban un camino de deterioro en la balanza de pagos que tarde o temprano iba a presionar el tipo de cambio.

La sabiduría del presidente Ruiz Cortines, y la decisión y respaldo del secretario Antonio Carrillo Flores, lograron hacer de esa devaluación del peso la más afortunada de que se tenga memoria. Fue una devaluación planeada, controlada pues el tipo de cambio no se dejó flotar sino se depreció de un golpe, de 8.65 pesos por dólar a 12.50, monto en el que habría de sostenerse por los 22 años siguientes. Fue una devaluación en que no se perdieron reservas por pánicos previos o filtraciones de información para especular. Fue una devaluación de terciopelo que logró el objetivo de restablecer el equilibrio de los precios relativos, es decir, tener un tipo de cambio de equilibrio que no inhibiera ni estimulara el comercio exterior en ningún sentido.

²¹ Como se mencionó, la inflación entre julio de 1950 y julio de 1951 llegó a 29.3 por ciento.

²² Las reservas equivalían a 24.6% de las importaciones de bienes y servicios de 1953 (Cárdenas, 1994, cuadro A38).

La holgura de la devaluación, al contar con suficientes reservas y planeación cuidadosa, aseguró su éxito. Por ejemplo, se calculó el crédito interno necesario para contrarrestar las salidas de dólares posteriores a la devaluación; se apoyó a los bancos privados que sufrieron retiros de sus depósitos; se estableció un impuesto especial de 25% a las exportaciones y se apoyó mediante subsidios a las compras de bienes intermedios y de capital para estimular la inversión y la producción (Cavazos Lerma, 1976).

La reacción de la economía fue sumamente rápida: el PIB creció 10% en términos reales en 1954 y llegó a 7.6% anualmente hasta 1958. El crecimiento fue equilibrado con un gran desarrollo tanto de la agricultura como de la industria, estimulado sobre todo por el mercado interno. De hecho, el poder de compra de las exportaciones apenas aumentó 2.5% en promedio anual en 1954-1958, debido al menor volumen exportado y a la contracción de los términos de intercambio. Las finanzas públicas después de la devaluación fueron bastante equilibradas y entre 1954 y 1958 hubo déficit y superávit, todos ellos pequeños, que se contrarrestaron unos con otros. Nuevamente, las finanzas públicas no sólo no estimularon la inflación, sino más bien contribuyeron a equilibrar los precios que evidentemente tuvieron que aumentar debido a la propia devaluación del peso. Esto contradice de nuevo la idea de que el crecimiento de esos años fue generado por políticas fiscales deficitarias y por la expansión del crédito del Banco de México al gobierno federal.

Durante el año siguiente a la devaluación los precios aumentaron 19.4% pero después bajaron su ritmo de crecimiento a 7.8% el año siguiente. Si se comparan estas cifras con el monto de la devaluación, que fue de 44.5%, se puede argumentar que el aumento de precios no fue excesivo y que aún en 1956 el peso seguía subvaluado (Cárdenas, 1994, pp. 149-151). La devaluación fue un éxito al restablecer los precios relativos.

CONCLUSIONES

A lo largo de este artículo se ha demostrado que la inflación excesiva durante el periodo conocido como de “crecimiento con inflación” (1935-1956) fue esencialmente causada por choques externos de diverso tipo que sufrió la economía. En los años treinta el aumento de la oferta monetaria se debió al proceso de remonetización posterior a la Gran Depresión que llegó a afectar el proceso inflacionario hasta 1937. A ese efecto se le agregó la rece-

sión externa, que fue incluso más grave que la crisis de 1929, pero que fue contrarrestada con efectividad por el gobierno federal evitando así una recesión más grave. El efecto inflacionario posterior se debió fundamentalmente a los choques externos de la segunda Guerra Mundial y sus secuelas, así como al efecto de la guerra de Corea. La expansión monetaria para impulsar el crecimiento, o más bien evitar una recesión, sólo ocurrió en el segundo semestre de 1938 y en los años de la posguerra. En realidad, la política monetaria se utilizó activamente para contrarrestar los mismos choques externos y de manera contracíclica para mantener altas tasas de crecimiento.

La inflación promedio anual en el periodo 1934- 1956 fue de 9%. Si eliminamos la inflación que claramente fue importada en el periodo (la ocurrida en los años de la segunda Guerra Mundial y durante la guerra de Corea (1943, 1944, 1946 y 1951), entonces la inflación promedio anual fue de sólo 6.7%. Esta tasa inflacionaria es apenas 3.3% mayor a la presentada en los Estados Unidos (3.4%) en el mismo periodo y eliminando los mismos años bélicos que en el caso de México.

La política hacendaria fue también muy mesurada y logró destinar un alto porcentaje del gasto público a la inversión. El déficit fiscal fue más bien limitado a lo largo de todo el periodo de “crecimiento con inflación”, en parte porque los ingresos fiscales aumentaron a la par de la actividad económica, lo que permitió tener más recursos para invertir. Se puede afirmar que en promedio, el déficit fiscal del gobierno federal fue equilibrado a lo largo de ese periodo. En forma acumulada, déficit *vs* superávit, el resultado global del saldo de las finanzas públicas entre 1934 y 1956 fue de sólo 0.2% del PIB. El déficit más alto llegó a 1.6% del PIB en 1948, debido a la política compensatoria del gobierno de esos años. De hecho, en sólo 6 años de 23 considerados, el gobierno federal ejerció un déficit igual o mayor a 1% del producto interno bruto.

Por tanto, queda claro que las autoridades hacendarias y las del Banco de México se comportaron de manera muy sensata a lo largo del periodo erróneamente conocido como de “crecimiento con inflación”, mantuvieron déficit fiscales muy limitados, una política monetaria activa para contrarrestar las fluctuaciones o choques externos, pero no para financiar el déficit público. Los esfuerzos no fueron en vano. La economía mexicana creció aceleradamente en ese periodo: 4.9% en promedio anual a lo largo de 23 años, no obstante las enormes fluctuaciones externas.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco de México (1938), *Decimasexta Asamblea General Ordinaria de Accionistas*, México.
- (1942), *Vigésima Asamblea General Ordinaria de Accionistas*, México.
- Beteta, Ramón (1951), *Tres años de política hacendaria. Perspectiva y acción*, México, Secretaría de Hacienda y Crédito Público.
- Cárdenas, Enrique (1987), *La industrialización mexicana durante la Gran Depresión*, México, El Colegio de México, 1987.
- (1993), “La política económica en la época de Cárdenas”, *EL TRIMESTRE ECONÓMICO*, vol. LX, núm. 239, pp. 675-697.
- (1994), *La hacienda pública y la política económica, 1929-1958*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Cavazos Lerma, Manuel (1976), “50 Años de política monetaria”, Ernesto Fernández Hurtado (comp.), *Cincuenta años de banca central. Ensayos conmemorativos, 1925-1975*, Lecturas 17 de *EL TRIMESTRE ECONÓMICO*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Garner, Paul (2001), *Porfirio Díaz, Profiles in Power*, Londres, Longman.
- Guerrero Mondragón, Aleida (2005), “El pensamiento económico en México: Etapa de definición del Estado interventor”, María Eugenia Romero Sotelo (comp.), *Historia del pensamiento económico en México. Problemas y tendencias (1821-2000)*, México, Trillas.
- Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (1990), *Estadísticas históricas de México*, vol. 2, México, INEGI.
- Martínez Ostos, Raúl (1946), “El Banco de México”, H. M. Kock (comp.), *Banca central*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Ortiz Mena, Raúl et al (1953), *El desarrollo económico de México y su capacidad para absorber capital del exterior*, México, Comisión Mixta.
- Palacios Macedo, Miguel (1953), “Dos documentos sobre política hacendaria”, *Problemas Agrícolas e Industriales de México*, enero-marzo.
- (1975), *Inflación: De dónde proviene, a quién daña, cómo se cura. Estudios Económicos*, México, ITAM.
- Santillán López, Roberto, y Aniceto Rosas Figueroa (1962), *Teoría general de las finanzas públicas y el caso de México*, México, UNAM.
- Solís, Leopoldo (1970), *La realidad económica mexicana: retrovisión y perspectivas*, México, Siglo XXI.
- Súarez Dávila, Francisco (1977), “Bosquejo biográfico”, Eduardo Suárez, *Comentarios y recuerdos (1926-1946)*, México, Porrúa.
- (2005), “Dos visiones de la política económica de México: Un debate en la historia”, María Eugenia Romero Sotelo (comp.), *Historia del pensamiento económico en México. Problemas y tendencias (1821-2000)*, México, Trillas.

- Suárez, Eduardo (1977), *Comentarios y recuerdos (1926-1946)*, México, Porrúa.
- Turrent, Eduardo (1982), *Historia del banco de México*, vol. 1, México, Banco de México.
- Urquidi, Víctor (1946), “Tres lustros de experiencia monetaria en México: Algunas enseñanzas”, *Memoria del Segundo Congreso Mexicano de Ciencias Sociales*, México.