



I NFLACIÓN, CRÉDITO Y SALARIOS: NUEVOS ENFOQUES DE POLÍTICA MONETARIA PARA MERCADOS IMPERFECTOS

María Guadalupe Mántey Bastón
Noemí Ornah Levy Orlik
Coordinadoras

Miguel Ángel


Porrúa

Las ciencias sociales
SEGUNDA DÉCADA



CONOCER
PARA DECIDIR
EN APOYO A LA
INVESTIGACIÓN
ACADÉMICA

F
E
S
ACATLÁN



H. CÁMARA DE DIPUTADOS
LIX LEGISLATURA



CONOCER PARA DECIDIR se denomina la serie que en apoyo a la investigación académica en ciencias sociales, la Cámara de Diputados, LIX Legislatura, acordó iniciar en atención al histórico y constante interés del H. Congreso de la Unión por coeditar obras trascendentes que impulsen y contribuyan a la adopción de las mejores decisiones en políticas públicas e institucionales para México, en su contexto internacional, a efecto de atender oportunamente las diversas materias sobre las que versa el quehacer legislativo.

La H. Cámara de Diputados, LIX Legislatura, establece el acuerdo de coeditar con diferentes instituciones académicas, organismos federales y estatales, así como con autores y asociaciones independientes, investigaciones académicas y expresiones culturales de interés nacional, que coadyuven a las tareas propias del legislador mexicano.



INFLACIÓN, CRÉDITO
Y SALARIOS: NUEVOS
ENFOQUES DE
POLÍTICA MONETARIA
PARA MERCADOS
IMPERFECTOS



INFLACIÓN, CRÉDITO Y SALARIOS: NUEVOS ENFOQUES DE POLÍTICA MONETARIA PARA MERCADOS IMPERFECTOS

María Guadalupe Mántey Bastón
Noemí Ornah Levy Orlik
Coordinadoras



Esta investigación, arbitrada por pares académicos,
se privilegia con el aval de la institución propietaria
de los derechos correspondientes.

La H. CÁMARA DE DIPUTADOS, LIX LEGISLATURA,
participa en la coedición de esta obra al incorporarla
a su serie CONOCER PARA DECIDIR

Coeditores de la presente edición

H. CÁMARA DE DIPUTADOS, LIX LEGISLATURA
UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ACATLÁN
MIGUEL ÁNGEL PORRÚA, librero-editor

Primera edición, noviembre del año 2005

© 2005

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ACATLÁN

© 2005

Por características tipográficas y de diseño editorial
MIGUEL ÁNGEL PORRÚA, librero-editor

Derechos reservados conforme a la ley
ISBN 970-701-617-5

Imagen en portada con base en la fotografía “¡Aunque usted
no lo crea!”, Heriberto Bautista, México, D.F.

Queda prohibida la reproducción parcial o total, directa o
indirecta del contenido de la presente obra, sin contar
previamente con la autorización por escrito de los editores,
en términos de la Ley Federal del Derecho de Autor y, en
su caso, de los tratados internacionales aplicables.

IMPRESO EN MÉXICO



PRINTED IN MEXICO

www.maporrúa.com.mx

www.maporrúa.com.mx

www.maporrúa.com.mx

Amargura 4, San Ángel, Álvaro Obregón, 01000 México, D.F.

GUADALUPE MÁNTEY DE ANGUIANO
NOEMÍ LEVY ORLIK

Introducción

LA CRISIS del dólar, a principios de los setenta, llevó a los países más industrializados a reformar los acuerdos de Bretton Woods, rompiendo con las ataduras del oro, y flexibilizando los tipos de cambio. La desregulación financiera, iniciada a finales de los cincuenta, y el manejo contracíclico del dinero por el principal emisor de moneda de reserva, Estados Unidos, obligaban a este cambio institucional.

Con tipos de cambio flexibles y libre movilidad internacional de capitales, la política monetaria se convirtió en el factor determinante del equilibrio externo de las economías, en tanto que la política fiscal quedó a cargo del equilibrio interno.

La eliminación del ancla nominal del sistema monetario internacional, junto con la apertura y desregulación de los sistemas financieros nacionales, y las innovaciones tecnológicas en telecomunicaciones, han complicado la gestión de los bancos centrales, incrementando el volumen de transacciones financieras internacionales y la velocidad del dinero.

Las actividades de un banco central van encaminadas a asegurar la estabilidad de precios que preserve el uso del dinero como medio de pago; y la estabilidad financiera, que garantice que los problemas de pagos de una institución no se transmitirán a otras.¹ Con la desregulación y apertura de los sistemas financieros, los riesgos en los sistemas de pagos se han multiplicado; y esto crea un problema para las autoridades monetarias, que deben ofrecer

¹ Véase M J. Fry, I. Kilato, S. Roger, K. Senderowicz, D. Sheppard, F. Solís y J. Trundle, *Payment Systems in Global Perspective*, Routledge-Bank of England, Londres, 1999.

liquidez en cantidades que satisfagan simultáneamente las necesidades del sistema nacional de pagos y los objetivos de la política monetaria.²

Al perderse el ancla natural del oro, los bancos centrales se han visto presionados a garantizar por otras vías la confianza en sus monedas. Un expediente de uso generalizado para este propósito ha sido asumir un compromiso prioritario con la estabilidad de los precios internos, el cual se ha reforzado con la autonomía de gestión otorgada al instituto emisor en un gran número de países.

El papel estratégico que la política monetaria juega en el marco institucional actual, y su compromiso prioritario con el control de la inflación, contrastan con la debilidad de la teoría cuantitativa del nivel de precios, en la que se apoyan los modelos convencionales de política de banca central.

El mecanismo de transmisión de la política monetaria se analiza generalmente desde una perspectiva teórica, sin tomar en cuenta el entorno institucional. Antiguamente, cuando había trabas al movimiento internacional de capitales, y controles a la expansión del crédito interno, los bancos comerciales estaban limitados por la liquidez que ofrecía el banco central, y la oferta monetaria se consideraba exógenamente determinada por la oferta de base monetaria y el multiplicador del crédito. Hoy en día, como resultado de la desregulación y la apertura financiera, la banca comercial ya no está constreñida por liquidez; y sus decisiones en cuanto al volumen de crédito que concede dependen sólo de sus expectativas de rentabilidad³ y de la demanda de crédito.

Adicionalmente, los compromisos del banco central con la estabilidad financiera, y la conveniencia de otorgar el préstamo de última instancia antes de que las crisis se manifiesten, han determinado que la oferta de base monetaria responda a la demanda de crédito, y en última instancia al nivel de la actividad económica;

² Véase T. Padoa-Schioppa, *Adapting Central Banking to a Changing Environment*, IMF, Washington, 1994.

³ Véase V. Chick, "The evolution of the banking system and the theory of monetary policy", *Discussion Paper* 89-03, University College of London Noviembre; también S. Dow y C. Rodríguez-Fuentes, "The political economy of monetary policy", en P. Arestis y M. Sawyer (eds.), *The Political Economy of Central Banking*, Edward Elgar, Cheltenham, 1998.

y que la causalidad no se dé en la dirección contraria, como supone el modelo convencional de política de banca central.

La endogeneidad del dinero impide considerar al nivel de precios como un fenómeno monetario, es decir, como la variable que equilibra al mercado de dinero.

La investigación empírica sobre la demanda de dinero, con técnicas econométricas modernas, también ha dado apoyo a la teoría del dinero endógeno, al revelar la superexogeneidad de la tasa de inflación en las funciones estimadas, y la imposibilidad de invertir la ecuación para transformarla en un modelo de determinación del nivel de precios.⁴

La invalidez de la teoría cuantitativa de los precios, en la etapa actual del desarrollo financiero, no sólo obliga a buscar otras explicaciones posibles a la tasa de inflación, sino que llama a reconsiderar la potencialidad de las políticas monetaria y fiscal para acelerar el desarrollo.

Las políticas económicas recomendadas por el Consenso de Washington, al estar sustentadas en el marco teórico convencional, ignoran la influencia del marco institucional. En ese paradigma, la inflación se considera un fenómeno monetario; se asume que predomina la libre competencia y que el ingreso se distribuye con base en la productividad marginal de los factores; se considera que las inversiones en capital humano, al elevar la productividad laboral, determinan el nivel de los salarios; y se concluye que la asignación más eficiente de los recursos productivos se logra dejando libres a las fuerzas del mercado.

Como resultado de estas premisas, se anticipa que la apertura comercial y la globalización de la producción tenderán a disminuir los diferenciales salariales entre países industrializados y en desarrollo, al mismo tiempo que mejorarán la distribución del ingreso en estos últimos. Ambas predicciones, sin embargo, han sido desmentidas por la evidencia empírica en las últimas dos décadas. Las desigualdades en el mundo han aumentado, y lo mismo

⁴Véase D.F. Hendry y N.R. Ericsson, "An econometric analysis of U.K. money demand in *Monetary trends in the United States and the United Kingdom* by Milton Friedman and Anna J. Schwartz", *American Economic Review*, vol. 81, núm. 1, 1991.

se observa al interior de las economías, tanto industrializadas como en desarrollo.⁵

Dos hechos destacan en el nuevo modelo de producción global, que la teoría convencional no puede explicar. Uno de ellos es la creciente disparidad de los salarios entre países en desarrollo e industrializados; y el otro es la estabilidad que han mostrado los salarios reales en las economías industrializadas, a pesar de las amplias fluctuaciones registradas en el empleo.⁶

Estas evidencias sugieren la conveniencia de replantear el marco teórico de la política monetaria con una perspectiva más amplia, que abarque la distribución funcional del ingreso, tomando en cuenta las características del marco institucional, tales como el grado de competencia en los mercados, la estructura social, la dependencia externa, el grado de desarrollo financiero, etcétera.

A medida que la teoría del dinero endógeno ha ido ganando aceptación, y las limitaciones de la teoría cuantitativa de los precios se han hecho evidentes, la atención se ha dirigido hacia otros modelos de determinación de precios. Las hipótesis teóricas alternativas atribuyen el fenómeno inflacionario a un conflicto distributivo, en cuya solución juegan un papel esencial las expectativas sobre los precios futuros.

Dentro del espectro de las hipótesis alternativas sobre la determinación de precios, hay dos conjuntos que merecen especial consideración, cuando se trata de definir un marco teórico realista aplicable a economías semiindustrializadas. Por un lado, están aquellas en las que los precios se determinan a través de un margen sobre los costos primos, y que forman parte de modelos más comprensivos, que explican la distribución del ingreso en condiciones de competencia imperfecta.

Por otro lado, están las teorías que asumen diferencias fundamentales en los determinantes de la inflación, como resultado del grado de desarrollo de las fuerzas productivas en cada país y las

⁵ Véase P. Salama, "Globalización: desigualdades territoriales y salariales", *Problemas del Desarrollo*, vol. 30, núm. 117, abril-junio de 1999.

⁶ Véase M.R. Leontaridi, "Segmented labour markets: theory and evidence", *Journal of Economic Surveys*, vol. 12, núm. 1, 1998.

características de su estructura institucional. Entre los factores que hacen diferentes a los países periféricos, estas teorías señalan la dependencia tecnológica del exterior y la diferente elasticidad ingreso de las importaciones y exportaciones. La dependencia de bienes de capital e insumos importados en las primeras fases del desarrollo económico, junto con una oferta limitada de bienes exportables y precios internacionales de productos primarios excesivamente elásticos a variaciones en la oferta mundial, determinan que en estas economías los ajustes del tipo de cambio tengan repercusiones inflacionarias más acentuados que en las economías industrializadas. A través de los estudios pioneros de la CEPAL,⁷ este fenómeno vino a ser conocido como *inflación estructural*.

En ambos conjuntos de hipótesis, la inflación responde mayormente a presiones de costo; y se descarta que los desequilibrios macroeconómicos interno y externo puedan ser resueltos mediante simples ajustes en los precios relativos de los factores. Bajo este marco teórico, las políticas de estabilización convencionales tendientes a contener y reorientar la demanda, a través de aumentos en las tasas de interés y devaluación de la moneda, tienen fuerte impacto inflacionario. La estabilidad de precios, por tanto, ha de descansar en la sobrevaluación cambiaria, y en la violación de la condición de paridad de tasas de interés. Ambos requisitos implican aceptar la inestabilidad económica y financiera a mediano plazo, como contrapartida de una estabilidad de precios a corto plazo.

El Consenso de Washington reconoció la restricción externa al crecimiento de las economías en desarrollo, pero al apoyarse en la teoría cuantitativa del dinero y suponer la eficiencia del mercado, consideró que la solución a ella estaría en atraer flujos de capital externo, estableciendo políticas amigables a la inversión extranjera. Dado que las condiciones que exige el capital financiero internacional para permanecer en un país son: estabilidad cambiaria, inflación controlada y finanzas públicas sanas; a estos objetivos se ha tenido que supeditar la política económica.⁸

⁷Para una síntesis de esta corriente de pensamiento véase R. Bielschowsky, "Cincuenta años del pensamiento de la CEPAL: una reseña histórica", en *Cincuenta años de pensamiento de la CEPAL*, FCE-CEPAL, Santiago, 1998.

⁸Véase A. Huerta, "Las razones de la política contraccionista y sus consecuencias", *Investigación Económica*, núm. 230, octubre-diciembre de 1999.

La conciliación del crecimiento con la estabilidad de precios, en economías expuestas a inflación estructural, ha llevado a sus bancos centrales a priorizar el sostenimiento de las entradas de capital y a conceder mayor atención a la formación de expectativas en los mercados financieros internacionales, que a la formación de expectativas en sus mercados laborales, ya que es en los primeros donde más les interesa conservar su *credibilidad*.⁹

El compromiso de los bancos centrales con la estabilidad del sistema de pagos, los ha llevado a reconocer la endogeneidad de la base monetaria; y aunque abiertamente no han rechazado los postulados de la teoría cuantitativa, en la práctica han modificado sus sistemas de control monetario y han sustituido el establecimiento de objetivos intermedios en términos de agregados monetarios, por el anuncio de metas de inflación. A través de este procedimiento pragmático, los bancos centrales de varios países emergentes han logrado abatir rápida y sustancialmente su tasa de inflación.

Existe una fundada duda, sin embargo, de que este mecanismo se mantenga efectivo ante choques externos que obliguen a esos países a devaluar sus monedas. Un antecedente importante al respecto se encuentra en los programas de choque heterodoxo aplicados en América Latina durante la década de los ochenta, en los que a través de la concertación social, y el congelamiento del tipo de cambio y otros precios clave, se logró eliminar rápidamente la inflación inercial. Sin embargo, esta estrategia resultó inviable en el mediano plazo, cuando los efectos de la sobrevaluación cambiaria se manifestaron en la cuenta corriente de la balanza de pagos, causando una reversión violenta de flujos de capital externo.

La adaptación de los bancos centrales a los cambios de sentimiento en los mercados financieros internacionales se traduce en políticas monetarias cortoplacistas, que al no resolver el problema estructural que genera la inflación, contribuyen a la gestación de los ciclos de inflación-deflación de activos financieros internos, que se asocian con periodos de sobrevaluación cambiaria y crisis financiera.

⁹Véase S. Aybar y L. Harris, "How credible are credibility models of central banking?", en P. Arestis y M. Sawyer (eds.), *The Political Economy of Central Banking*, Edward Elgar, Cheltenham, 1998.

El uso de un marco teórico inadecuado para justificar esas políticas, impide realizar un diagnóstico certero de las causas de la inestabilidad que promueven. A consecuencia de ello, las crisis cambiarias endógenas se atribuyen a pérdida de *credibilidad* del banco central, por supuestas fallas en la implementación de las políticas de desregulación, tales como un deficiente marco regulatorio, una supervisión laxa, políticas fiscales inconsistentes, e incluso corrupción.

Desde esta perspectiva, y cuando los mercados financiero y cambiario de una economía semiindustrializada se encuentran bajo la máxima tensión, suele recomendarse la renuncia a la soberanía monetaria, y la vinculación irrevocablemente fija de su moneda a una divisa clave, o la dolarización unilateral, como únicas vías para recuperar la estabilidad macroeconómica.

El diagnóstico incorrecto oculta un problema de elección legítima, que deben resolver los países en desarrollo. Éste concierne a la decisión simultánea del régimen cambiario y el grado de apertura de la cuenta de capital que mejor convienen a sus objetivos de desarrollo.¹⁰

La soberanía monetaria, es decir, la posibilidad de que la banca interna otorgue créditos en la moneda nacional, permite a una economía en desarrollo acelerar la inversión, aun cuando no cuente con el ahorro necesario para ello, siempre y cuando se satisfagan dos condiciones: i) que existan recursos productivos desempleados;¹¹ y ii) que cuente con un mercado interno de capitales funcional a la inversión productiva, que facilite la transformación de plazos de los instrumentos de deuda, una vez que la inversión se haya realizado.¹²

¹⁰T.I. Palley, "Escaping the *Policy Credibility* trap: reshaping the debate over the international financial architecture", *Problemas del Desarrollo*, vol. 32, núm. 126, julio-septiembre de 2002.

¹¹Véase P. Davidson, "Finance, funding, saving and investment", *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. IX, núm. 1, otoño de 1986.

¹²R. Studart, "The efficiency of financial systems, liberalization and economic development", *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. 18, núm. 2, invierno; N. Levy (2001), *Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960-1994*, México, UNAM-UABJO, 1996.

Limitados por el supuesto de neutralidad del dinero de la teoría cuantitativa, y en su afán por lograr la credibilidad de los mercados financieros internacionales, los países en desarrollo “han cargado la cruz del oro”, y han renunciado a expandir el circulante para reactivar sus economías, con lo cual han perpetuado el desempleo y han favorecido una distribución inequitativa del ingreso.¹³ Cuando se admite que el dinero es exógeno, el debate sobre la neutralidad pierde sentido: el efecto del dinero en la economía dependerá del uso al que se le destine; y lo que interesa saber es bajo qué condiciones el incremento en la cantidad de dinero no es neutral.¹⁴

El reconocimiento hecho a la endogeneidad del dinero por los bancos centrales, y la consecuente invalidez de la teoría cuantitativa del dinero, obligan a construir un marco teórico alternativo congruente, que permita diseñar e implementar políticas monetarias eficaces, particularmente para las economías en desarrollo, que son las más afectadas por la inestabilidad cambiaria y financiera. El presente libro busca contribuir a ese objetivo.

La obra está dividida en tres partes. La primera reúne elementos para construir una teoría de los precios y de la distribución del ingreso realista, aplicable a países en desarrollo en el marco institucional actual de la globalización productiva y financiera. En ella se incluyen los trabajos de Teresa Aguirre, Malcolm Sawyer, Guadalupe Mántey, Etelberto Ortiz, Carlos Rozo y Noemí Levy.

Teresa Aguirre destaca la relevancia actual de la teoría estructuralista de la inflación. En su trabajo, señala los aciertos y limitaciones del planteamiento original, que determinaron las políticas de industrialización aplicadas en América Latina en la posguerra. Desde una perspectiva histórica, muestra los defectos del prolongado proteccionismo, que propició la oligopolización de la industria, y ha sido causa de la permanencia de un elevado traspaso del tipo de cambio en los países de la región.

Malcolm Sawyer hace una crítica al enfoque convencional sobre la relación salarios-precios-desempleo implícito en la curva

¹³T.I. Palley, *op. cit.*

¹⁴S. Dow y C. Rodríguez-Fuentes, *op. cit.*

de Phillips con expectativas racionales, y muestra que las reformas tendientes a flexibilizar el mercado laboral es improbable que reduzcan las tasas de inflación y de desempleo, particularmente si se acompañan de una política monetaria restrictiva.

Guadalupe Mántey estudia dos fenómenos característicos del proceso inflacionario en México y otros países en desarrollo, que difieren de lo que se observa en países industrializados: el traspaso magnificado del tipo de cambio y la relación inversa entre el costo unitario de la mano de obra y el nivel de precios. Con base en la teoría de los mercados de trabajo segmentados, la teoría estructuralista de la inflación y la teoría de la distribución del ingreso en condiciones de competencia monopólica, elabora un modelo de determinación de precios en el que ambos fenómenos surgen como resultado de la dependencia tecnológica del exterior.

Etelberto Ortiz investiga la consistencia interna del modelo de política económica propuesto por el Consenso de Washington, y llama la atención sobre los desequilibrios macroeconómicos que pueden presentarse cuando el banco central dirige la política monetaria al cumplimiento de metas anunciadas de inflación, y a eliminar el déficit fiscal. El autor destaca que, a diferencia de lo que sucedía con el subastador walrasiano, el vector de precios (tipo de cambio, tasa de interés y tasa de salarios) que lanza un banco central autónomo en la actualidad no garantiza la igualdad entre oferta y demanda, sino que conduce a un equilibrio inestable con lento crecimiento y desempleo.

Carlos Roza ofrece una teoría de la inflación a largo plazo, basada en la teoría cuantitativa del dinero, pero ampliada al sector financiero. Con base en los cambios estructurales ocurridos en los sistemas financieros, particularmente el desarrollo de intermediarios no bancarios y la titularización del financiamiento, explica los cambios aparentes en el mecanismo de transmisión de la política monetaria observados en los países industrializados y en México durante la última década.

Noemí Levy indaga los efectos de la desregulación financiera y la apertura comercial en el proceso inflacionario de los países en desarrollo. Para este fin, la autora con base en el marco teórico

poskeynesiano, analiza los efectos de la apertura comercial y liberalización financiera. A partir de estos elementos argumenta que después de la firma del TLCAN se redujo el efecto traspaso del tipo de cambio y adquirió mayor importancia en la contención de los precios, la reducción de salarios y volumen de empleo.

En la segunda parte del libro, se presentan cinco trabajos en los cuales se examina, desde diferentes perspectivas, la transformación del régimen de control monetario que están mostrando los bancos centrales, y el eclecticismo con el que se conduce la política monetaria en la actualidad. En ella se destacan las inconsistencias del marco teórico convencional, y los paradójicos resultados de su aplicación a países en desarrollo, donde promueven el estancamiento económico.

Edwin Le Heron y Emmanuel Carre analizan la evolución reciente de los regímenes de política monetaria, y la sustitución de reglas como base de la credibilidad del banco central, por una conducción discrecional de la política monetaria apoyada en la comunicación transparente del banco central con el público. Destacan las debilidades de los enfoques que promovían la credibilidad con base en reglas y un equilibrio dinámico reputacional; y la ausencia de un marco teórico consistente detrás del nuevo régimen flexible, que admite la endogeneidad del dinero, pero pretende anclar las expectativas del público mediante medidas convencionales de política, basadas en el marco teórico de la oferta monetaria exógena y la teoría cuantitativa.

Jan Toporowski argumenta que la desregulación financiera ha dejado a los bancos centrales de los países emergentes sin instrumentos de política adecuados para lograr sus objetivos. Muestra que las operaciones de mercado abierto sólo son efectivas para estabilizar las economías con moneda de reserva, donde los tipos de cambio dependen de la profundidad de sus mercados financieros; pero que en países con moneda débil y déficit crónicos en cuenta corriente, la estabilidad macroeconómica depende del influjo de capital externo, el cual no está determinado por las acciones de sus bancos centrales. El autor también destaca que estos dos sistemas de convertibilidad no pueden operar coordinadamente, porque

los países industrializados no tienen incentivos para proveer financiamiento estable a los países en desarrollo.

Alma Chapoy describe las variantes del nuevo régimen de política monetaria basado en el establecimiento de metas de inflación, y también advierte sobre las diferencias que surgen de su aplicación en países industrializados y países en desarrollo. En su trabajo, explica la forma en que este esquema ha operado en México desde 2002, y sus probables efectos recesivos y concentradores del ingreso. Finalmente, la autora alerta sobre los riesgos que involucra esta estrategia en un país en desarrollo, por la debilidad de su marco institucional y la vulnerabilidad de su tipo de cambio.

Iris Ascencio presenta un modelo de vectores autorregresivos, mediante el cual analiza los mecanismos de transmisión a través de los cuales ha operado la política monetaria en México durante las dos últimas décadas. La autora contrasta sus resultados con trabajos similares realizados para países industrializados y encuentra que existen importantes diferencias en los efectos que tienen las variaciones en la tasa de interés y el tipo de cambio sobre la actividad económica y los precios, en ambos tipos de países. Debido al elevado traspaso del tipo de cambio a la inflación en México, la estrategia antiinflacionaria del banco central involucra una política de sobrevaluación cambiaria, apoyada en flujos de capital externo, que desafía el supuesto de paridad de tasas de interés.

Teresa S. López argumenta que en economías donde existe un elevado traspaso del tipo de cambio a los precios, y se da prioridad al control de la inflación, una estrategia de industrialización orientada hacia las exportaciones, paradójicamente, ocasiona la pérdida de cadenas productivas y el aumento en el coeficiente de importaciones. La autora muestra que, en México, la sobrevaluación cambiaria apoyada en una política monetaria contractiva ha reprimido la inversión productiva y el crecimiento del empleo, lo que ha resultado en una caída en la participación del factor trabajo en el ingreso, particularmente en las actividades vinculadas a la exportación.

La última parte de la obra está integrada por un conjunto de propuestas de política monetaria, cambiaria y fiscal, cuyo objetivo

es el crecimiento con estabilidad, apoyadas en el uso responsable de la soberanía monetaria.

Gabriel Gómez Ochoa examina las dificultades que tiene un país como México para elegir el régimen cambiario adecuado, ante el estrecho campo de maniobra con que cuentan las autoridades monetarias para instrumentar una política independiente, y las desventajas que conlleva enajenar la soberanía monetaria. Ante este dilema, el autor propone una solución intermedia, cuyos elementos fundamentales son: la imposición de encajes y limitaciones cuantitativas al movimiento de capitales; el establecimiento de una banda de flotación sucia que dé estabilidad a un tipo de cambio real competitivo; una política bancaria que estimule la emisión de instrumentos a largo plazo y la competencia entre los intermediarios privados y estímulos al crecimiento del mercado interno, como vía para reducir el impacto de los choques externos.

Jaime Puyana investiga los procesos de determinación de los tipos de cambio en el actual entorno de globalización financiera, y analiza la viabilidad y la efectividad de los controles de capital para reducir su volatilidad. Con base en la experiencia de un número de países de Asia y América Latina que han aplicado diferentes esquemas de regulación de flujos de capital internacional, demuestra que la apertura total de la cuenta de capitales no es el expediente óptimo para lograr el crecimiento con estabilidad de precios y que el régimen cambiario más adecuado y el grado de apertura de la economía son cuestiones que se deben resolver conjuntamente.

Arturo Huerta señala las distorsiones en el aparato productivo que se derivan de la apertura total de la cuenta de capital, debido a que ésta exige políticas económicas que sobrevalúan la moneda. Destaca el efecto diferenciado que tales políticas tienen entre empresas nacionales y extranjeras, donde las primeras pierden cuota de mercado; la pérdida de capacidad negociadora de los trabajadores que hace caer los salarios reales y la tendencia al estancamiento económico.

Luiz Fernando de Paula presenta una estrategia neoestructuralista de política económica de largo plazo para Brasil, cuyos objetivos son superar el estancamiento y la inestabilidad cambiaria.

El autor propone una política monetaria que establezca tasas de interés real moderadas, y una política cambiaria que establezca el tipo de cambio real; pero argumenta que éstas serán inoperantes, a menos que se implemente una política industrial activa que promueva exportaciones con elevada elasticidad ingreso, y se establezcan medidas para limitar el movimiento de capital a corto plazo.

Rogério Studart critica la teoría convencional que sólo justifica la intervención del Estado, a través de la banca de desarrollo, cuando se trata de resolver los problemas que suscitan mercados financieros incompletos, o para corregir fallas de mercado. En su opinión, una razón más poderosa debiera ser la necesidad de construir un marco institucional que favorezca la transformación de plazos de las deudas, de modo que el crédito de corto plazo que otorga la banca comercial se transforme en el financiamiento de largo plazo que requiere la inversión productiva. Para lograrlo, el autor propone diversas medidas a través de las cuales la banca de desarrollo puede contribuir a crear los mercados aún no existentes, a mejorar la difusión de información, y en general a fortalecer el mercado de capital.

El conjunto de trabajos que integran esta obra fueron discutidos en el seminario internacional sobre Desarrollo Económico y Estabilidad de Precios con Mercados Financieros Globales: Una Visión Actualizada del Conflicto entre Inflación y Crecimiento, que se llevó a cabo en la ciudad de México en mayo de 2003, como parte de las actividades del proyecto de investigación Financiamiento del Desarrollo con Mercados de Dinero y Capital Globalizados, financiado con recursos del Programa de Apoyo a Proyectos de Investigación e Innovación Tecnológica (PAPIIT), de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM). Deseamos dejar constancia de nuestro agradecimiento a las autoridades de la UNAM por el apoyo que nos han brindado para la realización de esta investigación y la publicación de este libro, particularmente a las de la Escuela Nacional de Estudios Profesionales Acatlán y la Dirección General de Asuntos del Personal Académico.

[Enero 2004]

Primera parte

*Elementos para una teoría
de inflación con dinero endógeno*

El enfoque estructuralista de la inflación

INTRODUCCIÓN

A MEDIADOS de los cincuenta del siglo xx, Juan Noyola Vázquez impartía una conferencia en la Facultad de Economía de la UNAM, donde afirmaba: “La inflación no es un fenómeno monetario; es el resultado de desequilibrios de carácter real que se manifiesta en forma de aumentos del nivel general de precios. Este carácter real del proceso inflacionario es mucho más perceptible en los países subdesarrollados que en los países industriales.”¹ Con este punto de partida, Noyola mantenía un debate iniciado con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en 1949. También en esta conferencia planteó el esquema básico de lo que posteriormente sería considerado como el enfoque estructuralista de la inflación, al cual contribuirían otros destacados cepalinos como Aníbal Pinto y Celso Furtado, entre otros.

Así, el enfoque estructuralista de la inflación se va configurando de trabajos que surgen en la década de los cincuenta, como una alternativa a la explicación monetarista de la escalada de precios que se vive en ese decenio. Varios factores se conjugan en este momento: el fin de la guerra de Corea y por tanto de expansión de las exportaciones latinoamericanas. En las coyunturas

* División de Estudios de Posgrado, Facultad de Economía, UNAM.

¹ Dicha conferencia fue publicada en *Investigación Económica*, en 1956, bajo el título “El desarrollo económico y la inflación en México y otros países latinoamericanos”, posteriormente apareció en la revista *Panorama Económico* bajo el título “Inflación y desarrollo económico en Chile y México”, Santiago de Chile, 5 de julio de 1957; asimismo se incluyó en el volumen que reúne las publicaciones de Juan Noyola en *Investigación Económica* bajo el título: “Desequilibrio externo e inflación”. *Materiales de investigación económica*, Facultad de Economía, UNAM, 1986; esa versión es la que citamos aquí (p. 67).

creadas con las guerras mundiales las exportaciones latinoamericanas habían tenido fácil colocación por un incremento de la demanda mundial, lo cual también facilitó el proceso de sustitución de importaciones. Pero a mediados de los cincuenta se deterioraban los términos de intercambio y encontraba síntomas de agotamiento la “etapa fácil” de sustitución de bienes de consumo inmediato.

En América Latina desde los cuarenta predominó el impulso a la industrialización con fuerte participación estatal, por lo menos en los países de mayor desarrollo relativo. No obstante los logros estimulantes en términos de crecimiento económico (tasas entre 5 y 7 por ciento de crecimiento promedio anual del PIB) no se tradujeron en una mejoría generalizada del nivel de vida de la población, aunque sí se registró un aumento de las capas medias. Sin embargo, atraso y modernidad seguían coexistiendo, de hecho en los sesenta la heterogeneidad entre los países de América Latina y en el interior de las economías nacionales era más aguda. La sobrevivencia del latifundio y de relaciones precapitalistas se tradujo en fuente de una intensa concentración de la riqueza, al tiempo que la parcial aunque intensa industrialización dirigida al mercado interno constituyó el segmento más moderno y dinámico de la economía, aunque dependía del abasto externo de bienes de capital e intermedios –alto contenido importado de la sustitución de importaciones– lo que demandaba una cantidad creciente de divisas.

A mediados de los cincuenta, el declive de los mercados mundiales a las exportaciones latinoamericanas y la necesidad de profundizar la industrialización empezaban a expresarse en desequilibrios de las balanzas comerciales y de pagos, así como en alzas de los precios, que se acentúan en varias economías latinoamericanas, como en Chile, Argentina, Brasil y México, lo que conduce a la búsqueda de explicaciones más generales sobre el origen de estos procesos inflacionarios. Por otra parte, con el fin de la guerra de Corea y de la reconstrucción económica europea, la presión de los capitales norteamericanos por ingresar a América Latina se hizo más intensa, planteándose la inversión extranjera como una alternativa al insuficiente ahorro interno. Este en el con-

texto de la controversia entre el FMI y la CEPAL respecto de la inflación y en términos más generales, sobre la característica estratégica y la política monetaria y financiera que debía tener el desarrollo latinoamericano.

A partir de 1954 diversos colaboradores de la CEPAL plantean esquemas de análisis con la finalidad explícita de construir una herramienta teórica susceptible de ser aplicada a los distintos casos de inflación, si bien los planteamientos de cada autor poseen matices propios; los diversos trabajos presentan rasgos comunes: 1. consideran que los procesos inflacionarios latinoamericanos tienen sus raíces en desequilibrios generados en la esfera real del sistema económico; 2. especialmente en ciertas características y rigideces de los sectores externo y agrícola; 3. producto de la heterogeneidad estructural de las economías de América Latina. De esta forma, el conjunto de autores colocan en primer plano algunas de las peculiaridades de la estructura productiva de economías latinoamericanas, y se desarrollan en contraste con la posición “monetarista” que predominaba en el FMI, que también, por estas fechas empieza a tener influencia al firmarse los primeros acuerdos de estabilización lo que implicaba impulsar políticas monetarias restrictivas y propicia la apertura a las inversiones extranjeras directas, sobre todo de transnacionales norteamericanas que buscan colocarse en América Latina una vez concluido el Plan Marshall para la reconstrucción económica europea.

En el debate entre estructuralistas y “fondomonetaristas” respecto de las opciones de desarrollo para América Latina y en torno al combate a la inflación, chocaron como diría Aníbal Pinto dos criterios explicativos y terapéuticos. Los estructuralistas quisieron indagar la raíz más profunda del fenómeno, más allá de los síntomas que reducían la explicación a “un mal comportamiento” de las autoridades fiscales y monetarias. Los aportes de Noyola se inscriben en la perspectiva de romper la “monoeconomía”² y aportar categorías o herramientas teóricas que se

²Hirschman usó esta categoría de “monoeconomía” para referirse a la economía desarrollada en los países capitalistas occidentales avanzados, proponiendo elaboraciones teóricas propias para el mundo subdesarrollado. Cfr. *La estrategia del desarrollo*, México, FCE, 1961. Publicado en inglés en 1958.

adaptan a la explicación de realidades específicas como las de los países latinoamericanos. La especificidad latinoamericana no era un impedimento para la aportación teórica, más bien un estímulo. Así Noyola consideraba que si bien la inflación en cada país latinoamericano era un problema específico y distinto, existían una serie de rasgos comunes entre todos ellos.³

En su esquema básico, Noyola distinguió entre las causas estructurales y mecanismos de propagación de la inflación. Dicho esquema fue enriquecido con las aportaciones de Raúl Prebisch, Osvaldo Sunkel, Aníbal Pinto, Felipe Pazos y Celso Furtado, entre otros.

Como se deduce del esquema anterior, en esta perspectiva la intensidad de la inflación depende primordialmente de la magnitud de las presiones inflacionarias básicas y de la operación de los elementos sociopolíticos e institucionales, y sólo secundariamente de los mecanismos de propagación, cuya acción se limita a frenar o a impulsar la de los factores estructurales. Pero en el desencadenamiento y ampliación de la inflación los mecanismos de propagación jugaban un papel importante y diferenciado de una nación a otra. Por ello, en el esquema estructuralista era necesario detectar los mecanismos de propagación predominantes en cada situación específica, descubrir cómo actúan y su grado de intensidad.

El Fondo Monetario Internacional empieza a tener presencia en América Latina: a finales de los años cincuenta del siglo xx su objetivo central, de acuerdo con los estatutos de su creación en Bretton Woods en 1944, era contribuir a la estabilidad monetaria con asistencia cuando un país presentara problemas en su balanza de pagos para evitar el contagio a otras naciones.⁴ En los planes y

³“El análisis de la inflación no puede quedarse en la aplicación mecánica de esas categorías, y sobre todo cuando se trata de las que provienen de esquemas teóricos muy simplificados como el keynesiano o el sueco, que explican la inflación en términos de sobreinversión o de exceso de demanda sobre oferta disponible *ex ante*. Otros enfoques más refinados sobre la verdadera naturaleza de la inflación; el análisis de Kalecki, que destaca la importancia de la rigidez de la oferta y del grado de monopolio en el sistema económico, y sobre todo planteamientos como el de Henri Aujac, que examina el comportamiento de las clases sociales y su capacidad de regateo. Este último enfoque revela, con meridiana claridad, que la inflación no es sino un aspecto particular del fenómeno mucho más general de la lucha de clases” (p. 68).

⁴Las funciones asignadas al FMI, según su convenio constitutivo, fueron las siguientes:

a) *promover la cooperación monetaria internacional* a través de una institución permanente que proporcionara un mecanismo de consulta y colaboración en materia de problema monetarios internacionales;

políticas de estabilización que diseñó el FMI en esos años, se concibe a la inflación como un fenómeno monetario, que tiene su origen en una excesiva intervención de los gobiernos que crea o profundiza los desequilibrios externo e interno y que se expresan en déficit fiscal, en un manejo equivocado de la política económica, en déficit de la balanza comercial y de pagos, ambos asociados al proceso inflacionario.

El diagnóstico del que se partía era que, en general, el financiamiento del gasto público con emisión monetaria o, con más amplitud, la irracionalidad de la política monetaria y crediticia, dan lugar al alza del nivel general de precios; las presiones para mantener los salarios reales conducen a su reajuste, lo cual presiona la escalada de precios. Con el mismo objetivo se crean controles de precios en los bienes de consumo de los estratos medios y bajos. Las alzas de precios implican que la moneda nacional pierde poder adquisitivo interno, mientras conserva el externo, al tipo de cambio prevaleciente. A pesar del desajuste, las autoridades monetarias se resisten y demoran la devaluación de la moneda nacional, para evitar nuevas alzas de precios, al tiempo que imponen complejos controles a las importaciones. Finalmente, cuando la tendencia al desequilibrio externo se hace insostenible, y se produce la devaluación, medida casi siempre insuficiente para corregir plenamente el desequilibrio, y que acicatea nuevamente los precios. En síntesis, la expansión excesiva de los medios de pago origina,

b) facilitar la expansión y el crecimiento equilibrado del comercio internacional y contribuir con ello a promover y mantener altos niveles de ocupación e ingresos reales y a desarrollar los recursos productivos de todos los países asociados como objetivos primordiales de política económica;

c) promover la estabilidad de los cambios, asegurar que las relaciones cambiarias entre sus miembros sean ordenadas y evitar las depreciaciones con fines de competencia;

d) ayudar a establecer un sistema multilateral de pagos para las operaciones en cuenta corriente efectuadas entre los países asociados y a eliminar las restricciones cambiarias que estorban el crecimiento del comercio mundial;

e) infundir confianza a los países miembros al poner a su disposición los recursos del fondo en condiciones que lo protegieran, dándoles así ocasión de corregir los desajustes de sus balanzas de pagos sin recurrir a medidas que destruyeran la prosperidad nacional e internacional;

f) de acuerdo con lo anterior, reducir la duración y la intensidad del desequilibrio de las balanzas de pagos de los países asociados.

EXPLICACIÓN ESTRUCTURALISTA DE LA INFLACIÓN

<i>Causas o raíces estructurales de la inflación</i> <i>Presiones inflacionarias básicas</i>	<i>Mecanismo de propagación de la inflación</i> <i>De origen externo e interno</i>
Desequilibrios básicos que presionan el alza de precios Obstáculos estructurales al desarrollo: Baja productividad agrícola Estrangulamiento exterior Tendencia a la concentración del ingreso	<i>El mecanismo fiscal (en el cual hay que incluir el sistema de prevención social)</i> <i>El sistema cambiario</i> <i>El mecanismo de crédito</i> <i>El mecanismo de reajuste de precios e ingresos</i>
<i>Heterogeneidad estructural</i> . Difusión parcial del progreso técnico y estructura oligopólica, subempleo y desigual distribución del ingreso	Diferencias de productividad entre las ramas económicas y al interior de las mismas
Distribución de la población por ocupaciones en ramas dinámicas y atrasadas	<i>De origen externo</i> ha provenido esencialmente del estancamiento de las exportaciones frente al crecimiento de población y de la demanda de importaciones
Diferencias de productividad entre los diversos sectores de la economía	Limitación de la base de recursos naturales Limitaciones en la industria de bienes de consumo intermedio y bienes de capital
Diferencias en el ritmo de crecimiento entre la economía en su conjunto y algunos sectores específicos como el agrícola	Productividad menor en la industria y en la producción de exportación que en la economía mundial
<i>Rigidez de la oferta agrícola y difícil expansión de las exportaciones</i>	Incapacidad de la producción agrícola para seguir el aumento de la demanda de alimentos y proveer de divisas crecientes para sostener las importaciones
Intensas fluctuaciones del volumen físico de bienes exportados y fuertes oscilaciones de la capacidad para importar	
Subempleo y subutilización de recursos. Transferencias de mano de obra de los sectores más productivos hacia los menos productivos, y no al contrario.	
Recomendaciones: <i>propiciar la competencia y reestructurar la tenencia de la tierra a través de la reforma agraria y diversificación de la producción de exportación.</i> Propiciar mayor homogeneidad a través de la difusión de crédito y mayor participación del Estado para impulsar la modernización de empresas atrasadas mediante incentivos y creación de infraestructura	<i>Recomendaciones:</i> controles de precios, protección moderada

Estrangulamiento exterior:

Tendencia a largo plazo al deterioro de los términos de intercambio por especialización en la exportación de productos primarios con demanda inelástica e importación de manufacturas de alta elasticidad de demanda, y Alto contenido importado de la industrialización periférica. Dependencia tecnológica. Déficit de la balanza comercial y de pagos, o insuficiencia de divisas, baja en la capacidad de compra de las exportaciones

Recomendación: estimular las exportaciones y profundizar la sustitución de importaciones

Elementos sociopolíticos y de carácter institucional

Organización productiva del sector privado

Grado de monopolio

Métodos de fijación de los precios

Rigidez de la oferta de mano de obra calificada

Grado de organización sindical

Organización y funcionamiento del Estado

Grado de orientación e intervención en la vida económica. Infraestructura y capital social

Marco jurídico e institucional que regula la intervención estatal, las relaciones privadas y los contratos

Sistema Bancario y financiero: grado de concentración del sistema bancario y financiero y sus interconexiones con los sectores productivos; banca privada, banca estatal y banca de desarrollo.

Características del sistema tributario y de las instituciones que los rigen

Recomendaciones: *propiciar la competencia y el desarrollo de las organizaciones sindicales para la defensa del salario y reforma fiscal con carácter progresivo para procurar una redistribución del ingreso real.*

Fortalecimiento de la banca de desarrollo y mayor participación del Estado en el fomento, tanto a través del crédito como en capital social y, en general dando mayor flexibilidad y fortaleza a la oferta general de los productos y servicios y, sobre todo los estratégicos

El desequilibrio externo actúa en los costos, se deriva de las dificultades con que tropieza la sustitución de importaciones El deterioro en la relación de intercambio y, por consiguiente, de la capacidad para importar

Devaluaciones crónicas del tipo de cambio, inducidas por el desequilibrio de la balanza de pagos y aumento del nivel medio de costos reales a largo plazo

Proponen sistema de cambios diferenciales o subsidios cambiarios

Mecanismos de propagación de la inflación

El mecanismo de reajuste de precios e ingresos, que expresa las presiones de distintos grupos sociales por afectar en su favor la distribución de la renta. Organización sindical y la defensa de los salarios reales. Capacidad de los empresarios para trasladar las presiones inflacionarias

Rigidez en la oferta por el carácter monopolístico que hace posible la organización de los productores para fijar precios

Rigidez de los sistemas fiscales con tendencias regresivas acen-tuando la distribución desigual de ingreso. Dependencia de captación fiscal del crecimiento económico y de las bruscas fluctuaciones a que está sujeto

El proceso de industrializaciones trae consigo un aumento sustancial de las responsabilidades y gastos del Estado. Los gastos y las transferencias corrientes muestran una acentuada inflexibilidad a la baja

Capacidad de expansión del crédito. La flexibilidad del sistema bancario para dotar a la economía de medios de pago y préstamos a los sectores que se benefician de la expansión

Control del sistema financiero por el sector privado o público, donde este último debía ampliarse para garantizar un ágil acceso al crédito a las empresas con mayor atraso

por presiones de demanda, alzas de los precios internos; pero como el tipo de cambio no se altera en igual proporción, dichas alzas dan lugar a desequilibrios en el balance de pagos, y a intervenciones estatales que distorsionan la operación del sistema de mercado, tanto en lo interno como en lo internacional.

De esta manera, el desequilibrio en la balanza de pagos fue visto como producto de una sobrevaluación cambiaria originada por la inflación, por lo que recomendaba la devaluación de la moneda nacional, medida con la que además se esperaba incrementar las exportaciones y reducir las importaciones. Las recomendaciones de política económica se basaron en el manejo y/o control de la política monetaria y crediticia, incluyendo el déficit fiscal. Para el FMI, el déficit fiscal creaba una demanda interna mayor a la productividad, lo que se traducía en inflación, por lo que se recomendaba la reducción del gasto público y el incremento de los ingresos gubernamentales. Ante la incapacidad para generar mayor ahorro interno, recomendaba la apertura de las economías a las inversiones externas –ahorro externo– proceso compatible con la reducción del crédito, sin que se frenara el crecimiento.

Como se puede observar, ante un mismo hecho, la inflación y el desequilibrio externo, los diagnósticos y recomendaciones de la CEPAL y el FMI son radicalmente distintos: ambos coincidían en que la tendencia al desequilibrio externo constituye una base de tensiones inflacionarias, pues a la larga trae consigo modificaciones en el tipo de cambio que a su vez se traduce en aumentos en los precios. Pero la aguda crítica que hacían los estructuralistas es que la devaluación significaba una transferencia real de ingresos de los importadores a los exportadores. Esta transferencia de ingresos es evidentemente regresiva, si se tiene en cuenta que los exportadores son un pequeño grupo y los consumidores de artículos importados directa o indirectamente son la mayoría de los habitantes del país. No obstante, la presión de los exportadores sobre el gobierno con mucha frecuencia podía ser más eficaz que la de los dispersos consumidores. Ya en 1949 Noyola planteaba que las devaluaciones sólo corregían el desequilibrio en el corto plazo y que

en el mediano y largo plazos profundizaban el propio desequilibrio externo al encarecer las importaciones, ya que éstas tenían un elasticidad-demanda mayor que las exportaciones.⁵ De donde se colige que las decisiones de política económica siempre están orientadas por los grupos económicos que pueden ejercer mayor presión sobre los gobiernos.

Por otra parte, en ambos enfoques la inflación era explicada por incrementos de la demanda efectiva por encima de las capacidades productivas. Pero ante esta evidencia las respuestas eran distintas; los estructuralistas propugnaban por un incremento de la capacidad productiva, en tanto que el FMI consideraba más eficaz en el corto plazo la reducción de la demanda a los niveles de la oferta, o de las capacidades productivas, lo que implicaba la inducción de una desaceleración; en general sus recomendaciones de política económica son restrictivas y tendían a generar estancamiento o incluso a una recesión, lo que significaba un costo productivo y social muy alto de acuerdo con la perspectiva de la CEPAL.

Con relación a los efectos de la inflación en la distribución del ingreso, para el FMI no era un problema central, sólo constataba que afectaban tanto a los consumidores como a los empresarios en la medida que genera un ambiente inadecuado para la inversión. En cambio, para la CEPAL, los efectos de la inflación en la distribución del ingreso eran un problema de primer orden pues estaban ligados en términos más generales a una estrategia de desarrollo. Los estructuralistas consideraban que la inflación acentuaba la concentración del ingreso a través del funcionamiento de los mecanismos de propagación, destacando: *a*) la existencia de un enorme ejército de reserva de trabajadores agrícolas e industriales de baja productividad, dado que la abundancia de mano de obra barata tiende a deprimir el nivel de los salarios reales y a debilitar la organización sindical; *b*) los aumentos de los precios de los alimentos, de gran ponderación en la canasta de consumo de los trabajadores, tienden a reducir el nivel real de salarios y a nutrir la espiral salarios-precios de manera continua; *c*) los empresarios podían

⁵Cfr. Juan F. Noyola, "El Fondo Monetario Internacional", *Investigación Económica*, primer trimestre de 1949, núm. 1.

protegerse mejor de la inflación dada la estructura monopólica de la industria que permitía un rápido ajuste de los precios de las manufacturas a las alzas de costos; *d*) el sistema fiscal tiende a hacerse más regresivo y el impuesto sobre la renta menos progresivo si el nivel general de precios aumenta; *e*) la función de los gastos corrientes como redistribuciones del ingreso nacional era insuficiente, ya que los gastos corrientes en buena parte constituidos por los salarios reales de la gran masa de funcionarios públicos, casi siempre se han deteriorado tal vez en mayor medida que la de cualquier otro sector de los trabajadores, y el sistema de previsión social aún tenía poco alcance, tanto en amplitud como en profundidad.

En claro contraste con el FMI, la CEPAL consideraba conveniente expandir el gasto público sobre todo en inversión, ya que consideraba que las inversiones públicas servían no sólo para neutralizar la insuficiencia redistributiva del gasto corriente, sino también para contener las presiones inflacionarias básicas, aumentando la elasticidad de la oferta y generando mayor nivel de empleo. Por su parte el sistema bancario debía suministrar liquidez al ritmo impuesto por el movimiento ascendente del nivel general de precios.

EL ABANDONO DEL ENFOQUE ESTRUCTURALISTA

LAS POLÍTICAS antiinflacionistas se debían llevar a cabo mediante instrumentos que inciden sobre los mecanismos de propagación del proceso inflacionario —reflejados en la subvaluación cambiaria, el déficit fiscal, la emisión monetaria y el exceso de crédito— pero también sobre sus causas estructurales profundas: La estructura agraria, el incremento de la productividad agrícola e industrial, el fortalecimiento de la capacidad de innovación técnica y la difusión del progreso técnico, lo que modificaría la estructura del comercio exterior. Al concentrar la atención en el control de los mecanismos de propagación las presiones inflacionarias básicas subsistirían y asociadas a los demás factores estructurales, segui-

rían traduciéndose en alzas de precios –aunque de menor intensidad– a pesar de la acción de las políticas estabilizadoras.

En la práctica de la política económica de los años sesenta, se combinaron las recomendaciones cepalinas y las del FMI. Como bien señala Samuel Lichtensztein:

el papel fundamental que desempeñaron los primeros programas de estabilización en aquellos países latinoamericanos donde se aplicaron, fue abrir sus economías a la expansión e integración del capital trasnacional productivo... al postular una más libre circulación de capitales, auspiciaron un tratamiento favorable a las inversiones extranjeras, compatible con la expansión del capital productivo internacional...⁶

En este objetivo implícito tuvieron más éxito las políticas fondonetaristas de estabilización que en los objetivos explícitos. En tanto las inversiones directas norteamericanas (IDN) pasaron de poco más del 6 por ciento en los cuarenta a cerca del 28 por ciento en 1960 del total de las IDN, mientras que, como veremos, el déficit externo y el fiscal se mantuvieron al igual que la participación del Estado como agente económico directo y en la promoción de la industrialización.

En efecto, en el segundo lustro de los años cincuenta y con mayor intensidad en los sesenta la inversión extranjera directa aumentó a través de empresas transnacionales, que incursionaron en nuevas ramas como electrodomésticos, línea blanca y electrónica, ensamblado de automóviles y agroindustrias. Ello contribuyó en algunos países de América Latina a pasar a la segunda fase de la sustitución de importaciones, consistente en la producción de bienes de consumo durables, intermedios y algunos de capital. El mercado para algunos de estos productos fue estimulado mediante la difusión del crédito doméstico, surgiendo con ello nuevos sistemas de comercialización y venta a plazos y/o a través del uso de tarjetas de crédito o dinero plástico que empieza a difundirse en América Latina en los sesenta. En los sesenta fueron estas empresas quienes

⁶Samuel Lichtensztein, *op. cit.*, p. 17.

más se beneficiaron del sistema proteccionista, predominante en la región. Ya en los setenta este crecimiento empieza a agotarse, las empresas transnacionales trasladaban al exterior más recursos de los que llegaban por: remisión de utilidades, usos de patentes y capacitación técnica, a través de los mecanismos de sobrefacturación y subfacturación, etcétera.

El papel de las transnacionales en la economía latinoamericana fue tema de numerosos estudios, en los cuales en los setenta, ya se hacen evidentes las promesas incumplidas de la industrialización guiada por la inversión extranjera directa: la difusión del progreso técnico era parcial, no se habían desarrollado de manera intensiva encadenamientos hacia atrás y hacia delante, con creciente fuerza compiten por el crédito local con las iniciativa privada nacional, su producción se dirige prioritariamente al mercado nacional o regional, generando presiones sobre la balanza de pagos al demandar una cantidad creciente de divisas y no generarlas a través de la exportación de sus productos. A principios de los setenta, las transnacionales generaban un déficit que superaba al originado en los flujos financieros, incluido por supuesto el pago por deuda externa, según comprobaron para el caso de México Fernando Fajnzylber y Trinidad Martínez Tarragó.⁷ Por lo demás cabe señalar que la entrada fuerte de capitales se registró principalmente en el segundo lustro de la década de los cincuenta y en los sesenta, cuando se instalan las plantas, su expansión, en cambio, se dio en buena medida con capital local y reinversión de utilidades. Así mientras las entradas de capital se volvieron marginales las salidas se volvieron crecientes.

Por otra parte, las empresas transnacionales habían fortalecido una estructura oligopólica y en algunas ramas monopólica que les permitía mover los precios transfiriendo alzas a los consumidores y sin incentivos de competencia para mejorar la productividad. Si bien estas empresas se convirtieron en el segmento más moderno del sector industrial, modificando la relación capital-trabajo, con

⁷ Cfr. Fernando Fajnzylber y Trinidad Martínez Tarragó, *Las empresas transnacionales, su expansión a nivel mundial y su proyección en la industria mexicana*, México, FCE, 1976. Fernando Fajnzylber (sel.), *Industrialización e internacionalización en la América Latina, El Trimestre Económico*, colección lecturas, núm. 34 tomos I y II, FCE, México, 1980.

el desplazamiento que hicieron de las empresas nacionales la tendencia en la distribución del ingreso tendió a ser regresiva y la absorción de fuerza de trabajo resultaba insuficiente frente al crecimiento demográfico y a la baja productividad agraria que daba lugar a la migración campo-ciudad.

Si bien el ingreso de capitales en los sesenta permitió el aumento del empleo y la masa salarial, ello no fue acompañado de presiones inflacionarias significativas, pues el ingreso de divisas permitió financiar las importaciones, además de la expansión de la banca de desarrollo que también propicio el desarrollo de infraestructura básica y del capital social. Pero con el cese de divisas y al competir por el crédito interno reaparecieron las presiones inflacionarias. La demanda creciente de divisas no pudo ser financiada por un incremento de las exportaciones y se tuvo que recurrir al endeudamiento de manera creciente.

De esta manera, a principios de los setenta ya se tornaba evidente el agotamiento del modelo de sustitución de importaciones. Uno de los principales “cuellos de botella” u obstáculo estructural fue el desequilibrio creciente que mostraba la cuenta de capital, de la balanza de pagos, haciendo necesario recurrir al endeudamiento externo, dado el insuficiente crecimiento de la productividad agraria y de las exportaciones. El ahorro interno y los recursos captados por la banca privada, la banca de desarrollo y/o por la banca central resultaban insuficientes para el financiamiento a la producción interna y para mantener el nivel de actividad económica y el empleo. El derrumbe del sistema Bretton Woods, y la promulgación de la Bank Holding Act en Estados Unidos, junto a las conmociones petroleras y la creciente disponibilidad de petrodólares llevaron a los países de América Latina a la contratación de deuda con organismos financieros privados, en los marcos de un estancamiento económico en los países desarrollados y con fuertes presiones inflacionarias, las cuales dieron origen a la fase conocida como de “estanflación”.

Fue entonces cuando cobran particular importancia los movimientos internacionales de capital, con la difusión de centros financieros internacionales como Singapur, Medio Oriente, y en América

Latina Bahamas, Islas Caimán y Uruguay se sumaron al ya tradicional papel jugado por Panamá como centro financiero internacional, con la presencia creciente de instituciones bancarias extranjeras. En el caso de los bancos norteamericanos dicho proceso fue facilitado por la Bank Holding Act. Estos centros contaron para su preparación con los auspicios del Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional. Esta internacionalización financiera tendrá efectos muy significativos en el mediano y largo plazos, e incidirá en la reorganización de los grupos de poder económico, pues el acceso o control del capital financiero permitirá el control de las actividades productivas que inician en estos años un intenso proceso de concentración y/o centralización.

Sin embargo, debe señalarse que en el primer lustro de los setenta la liberalización financiera en América Latina aún es incipiente, salvo en Uruguay, cuya particularidad reside en que se destaca como un centro financiero internacional, donde la mayoría de las instituciones bancarias son extranjeras, sus préstamos son sobre todo interbancarios y se vinculan poco con la producción local. En Brasil, la presencia directa de la banca internacional es escasa, lo más significativo es la influencia del sistema financiero internacional en la canalización de recursos del exterior. México es el país donde fue más significativo el proceso de concentración y centralización de capitales a través de la reforma al sistema bancario y con la creación de la banca múltiple (1974), dando lugar a la formación de Holding. En Chile con la privatización de la banca (1975) surgieron nuevos grupos de poder económico, pues los recursos de la banca se usaron para la compra de empresas –algunas de origen público– constituyendo verdaderos conglomerados. En Argentina, buena parte de las utilidades empresariales se invirtieron en el sistema financiero para elevar la rentabilidad, así como por la absorción de firmas locales. De esta manera la internacionalización financiera provocó cambios sustantivos en el proceso de concentración y centralización de capitales, tanto los de dominio privado como los públicos, y sólo en algunos países como Chile y Uruguay ya apuntaba a una verdadera liberalización financiera.

En los setenta la vulnerabilidad externa de América Latina fue agravada por una tendencia generalizada al desequilibrio fiscal, creciente endeudamiento público y la subordinación del capital productivo por el capital financiero internacional. Como bien destaca Aldo Ferrer:

Estas tendencias reflejaban la baja capacidad de arbitraje del Estado en las pujas distributivas del ingreso, inherentes a la inestabilidad institucional prevaeciente. La política monetaria no resistió la agresión simultánea desde el frente externo y del deterioro fiscal y, de manera generalizada, convalidó las presiones inflacionarias. La inflación se instaló entonces como un mal endémico durante la fase del crecimiento hacia adentro. Los desequilibrios macroeconómicos estimularon el endeudamiento externo... la desregulación financiera que, en mayor o menor medida, se difundió en nuestros países a partir del decenio de 1970, terminó de crear las condiciones propicias para favorecer el gigantesco endeudamiento externo.⁸

Los ochenta representan un hito en la historia latinoamericana. El estallido en 1982 de la llamada “crisis de deuda” que se combinó con este agotamiento del modelo basado en la sustitución de importaciones, condujo a la mayoría de los países a la firma de cartas de intención con el FMI y al finalizar la década la concepción monetarista del fondo había generado un “nuevo consenso”.

A medida que avanzaba la década de 1980, los economistas asignados a América Latina –incluidos los funcionarios del Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional y otras instituciones multilaterales– recomendaron con creciente insistencia que los países de la región abandonaran la estrategia de desarrollo que habían seguido hasta entonces y adoptaran políticas orientadas hacia el mercado. Al final de los ochenta un número cada vez mayor de líderes políticos comenzaron a adoptar una nueva visión de la política económica basada en las fuer-

⁸ Aldo Ferrer, “América Latina y la globalización”, *Revista de la CEPAL*, número extraordinario, CEPAL, cincuenta años, Chile, 1998, p. 160.

zas del mercado, la competencia internacional y una participación mucho menor del Estado en los asuntos económicos.⁹

El diagnóstico del que se partía no era muy distinto del que se había realizado a mediados de los cincuenta. Nuevamente se veía como excesiva la intervención gubernamental en la vida económica y como generadora de desequilibrios:

un alto grado de proteccionismo, industrialización impulsada por el gobierno y con controles generalizados que interferían seriamente en todas las esferas de la vida económica... producían una estructura económica muy rígida incapaz de reaccionar rápidamente ante las cambiantes condiciones de la economía mundial... la creciente carga de los presupuestos públicos, unida a sistemas tributarios debilitados e ineficientes... daban como resultado la debilidad de las estructuras de las finanzas públicas que conducían a un financiamiento inflacionario... y un porcentaje creciente de la acumulación de capital provenía del endeudamiento externo... el ineficiente sector de las empresas estatales creció rápidamente y desplazó a las iniciativas privadas... la rentabilidad de las inversiones físicas era baja lo que hacía imposible continuar con esa estrategia de desarrollo.¹⁰

Si bien el diagnóstico no era muy distinto, la realidad regional y mundial había cambiado. La suspensión drástica de fondos externos y la amenaza de un quiebre del sistema financiero mundial, obligó a los países de América Latina a realizar importantes programas de ajuste, para hacer frente al pago de la deuda. Sólo en 1982 hubo una transferencia neta de recursos de América Latina al resto del mundo por 20,000 millones de dólares; el área no sólo dejaba de recibir recursos sino que los tuvo que volcar al exterior. La inflación se disparó a pesar de las grandes reducciones del

⁹ Banco Mundial, *América Latina y el Caribe. Diez años después de la crisis de la deuda*, Banco Mundial, 1992, p. 10.

¹⁰ *Ibidem*, p. 9.

gasto, las devaluaciones se daban una tras otra, lo que retroalimentó los procesos inflacionarios.

DE LAS POLÍTICAS DE AJUSTE A LAS REFORMAS ESTRUCTURALES

ENTRE 1982 y 1987 las políticas de ajuste se fueron imponiendo en varios países del área, bajo la presión de las “cartas de intención”, y se orientaron a liberar recursos para garantizar el pago de la deuda aunque éste se mantuvo como un objetivo no explícito. Los objetivos explícitos eran “ajustar las economías a sus recursos nacionales”, combatir a la inflación –que provenía de un exceso de demanda por encima de la oferta–, reducir el déficit fiscal –ajustar los gastos a los ingresos– y el desequilibrio en la balanza comercial –ajustando las importaciones a la capacidad de comprar de las exportaciones– y de pagos –ya que no se podía recurrir a mayor endeudamiento. En conjunto se aplicaron medidas tendientes a liberalizar el sistema económico y a contraer el gasto nacional.

Considerada a grandes rasgos, la posición monetaria habría aconsejado combatir la inflación a través de decisiones como las siguientes: reducir o eliminar el déficit fiscal mediante la limitación del gasto público y el aumento de tarifas de servicios públicos deficitarios; eliminar las subvenciones y subsidios, reducir el gasto corriente y por tanto el empleo; contener la expansión monetaria y crediticia, adecuándola a las necesidades reales de aumento en la actividad económica; devaluar sustancialmente el tipo de cambio, aunque varios países optaron por tipos de cambio múltiples y atenuar las restricciones tarifarias y no tarifarias al comercio exterior, en la perspectiva de abrir las economías, estimulando las exportaciones; eliminar el control de precios de diversos productos de primera necesidad que entorpece la operación del sistema de precios; disminuir o postergar los reajustes de las remuneraciones del trabajo.

Los resultados prácticos de las recomendaciones de cuño monetarista no condujeron en los hechos a los objetivos buscados de detener las alzas de precios, eliminar el déficit fiscal y evitar el dese-

equilibrio externo. Las políticas de restricción crediticia y de contención de los reajustes salariales no dieron por resultado la esperada estabilización de precios sino tan sólo una caída en el ritmo de las alzas, lograda a expensas de la demanda de los estratos medios y bajos y por la reducción del nivel de actividad económica. La compresión del gasto público tendió a incidir tanto en el gasto corriente como en la inversión, con el consiguiente efecto negativo sobre el empleo; pese a la limitación del gasto, no se logró impedir el déficit fiscal, pues la reducción del nivel de actividad económica y el desempleo produjeron la contracción de la base tributaria.

Las medidas liberalizadoras del sistema cambiario y de comercio exterior tampoco dieron el resultado esperado en el balance de pagos. Ello se debió, por una parte, a la rigidez de la oferta de exportaciones y/o a condiciones desfavorables en los precios internacionales; y por otra, a la elevada propensión a importar de economías latinoamericanas. Las políticas recomendadas bajo la perspectiva fondomonetarista condujeron a la desaceleración del crecimiento y al aumento del desempleo, y sólo lograron éxitos temporales y poco significativos en cuanto a las metas que explícitamente perseguían. Se argumentó entonces que era necesario pasar a un segundo momento y generar reformas estructurales que dieran lugar a una transformación sustantiva del modelo de acumulación, con el objetivo de lograr un crecimiento sano en el mediano plazo. A partir de 1987 y sobre todo en los noventa la política económica se orienta hacia la profundización de las reformas estructurales, iniciadas en algunos países en el segundo lustro de los ochenta.

En un claro contraste con el empecinamiento del FMI en su ineficaz recetario de políticas de ajuste, hacia mediados de los ochenta, en medio de agudos procesos hiperinflacionarios que recordaban la experiencia alemana después de la Primera Guerra Mundial, el pensamiento estructuralista renovó el enfoque de la inflación e impulsó la aplicación de políticas “heterodoxas”. Considerando la entonces en boga teoría de las expectativas racionales así como experiencias exitosas de control de la inflación, como en Israel, se reconoció la existencia de un *componente inercial de la inflación*, pues la escalada de precios creó una suerte de psicosis por defender el

valor real de los activos, y los actores económicos (incluido el gobierno) fijaban los precios del mes siguiente conforme la inflación esperada, es con lo cual se cumplían los pronósticos de inflación.

La ineficacia de la ortodoxia monetarista era evidente en las situaciones límite, como en Sudamérica, donde en varios países la indexación de precios llevó a tasas de inflación que alcanzaban los tres dígitos, siendo dramática la situación boliviana, con aumentos anuales de precios de 10,000 por ciento! Los nuevos programas de combate a la inflación se propusieron *borrar la memoria inflacionaria que estaba actuando como un poderoso mecanismo de propagación de la inflación*. La propuesta consistía en lograr grandes acuerdos nacionales de combate a la inflación, especialmente entre los sindicatos, empresarios, agricultores, comerciantes, banqueros y el gobierno.

Los planes heterodoxos supusieron la creación de una nueva moneda, su tipo de cambio, la fijación de una tasa de interés y el compromiso explícito de no aumentar los precios. Las experiencias de Argentina, Brasil, Bolivia y Perú no llegaron a buen puerto, aunque sí resultados espectaculares en los primeros meses de aplicación. Tal vez el problema principal radicó en la debilidad del marco institucional y la fragilidad de los gobiernos de turno, quienes en un contexto de democratización política fueron presionados e incapaces de sostener el proceso en el medio y largo plazos. Como se recordará, ambos aspectos fueron reconocidos como estratégicos en el enfoque estructuralista de la inflación.

A ese respecto, cabe señalar que la experiencia nacional exitosa fue el Pacto de Solidaridad en México, suscrito en 1987 y renovado por años sucesivos, dado que logró disminuir la tasa de inflación de tres a un dígito. Una clave del éxito mexicano residió en el sistema presidencialista y el corporativismo surgido de la Revolución mexicana, el cual se materializaba en un régimen político de partido único, es decir del Partido Revolucionario Institucional (PRI). El programa mexicano, que no cambió de moneda, logró agrupar a todos los actores económicos relevantes y se aseguró su cumplimiento mediante un sistema institucional de seguimiento y evaluación mensual de la inflación. La memoria inflacionaria fue definitivamente borrada luego de cinco años de aplicación continua del Pacto de Solidaridad, quitándosele tres cero al peso.

A finales de los ochenta y principios de los noventa, el ambiente internacional había cambiado, el colapso de la Unión Soviética, la importancia que habían adquirido en América Latina los organismos multilaterales y su enfoque sobre los gobiernos nacionales; “el éxito” que parecían tener economías como las del sureste asiático, la española y la chilena que habían optado por una apertura al mercado mundial parecían indicar que ese era el camino que debían seguir el resto de los países.

Las reformas estructurales se basaron en cuatro pilares:

1. *estabilidad macroeconómica*, que ha implicado restricción monetaria para garantizar: disciplina fiscal, control del crédito interno, autonomización de la banca central, manejo del tipo de cambio para fomentar la estabilidad y competitividad internacional;
2. *apertura de las economías*, con la idea de que la orientación hacia las exportaciones permitiría jalar el crecimiento de las economías e incrementar la productividad;
3. *menor participación del Estado y orientación de la economía por el mercado*, lo que implicaba dar mayor espacio a la iniciativa privada a que se trató de fortalecer a través del proceso de *privatizaciones y desregulación del mercado laboral* para colocar al mercado como el principal mecanismo para la asignación de recursos. Las privatizaciones en los primeros años implicaron una sobrevaluación del tipo de cambio por las grandes entradas de capital aunque no incrementaron la riqueza nacional pues en su mayoría adquirieron empresas ya existentes y casi siempre en un segundo momento se tradujeron en un incremento de los precios de los bienes y servicios. Por su parte la desregulación laboral ha implicado la emergencia de un mercado laboral informal que es casi de la misma magnitud que el mercado formal, con lo que buena parte del incremento de la productividad está más asociado a la baja de los salarios reales que a la innovación tecnológica. Si bien la desregulación laboral se puso en marcha a través de diversos mecanismos según los países, en casi todos se dio la privatización de

la seguridad social –fondo de pensiones, atención médica etcétera;¹¹

4. *liberalización financiera*, que quizá es cualitativamente el aspecto más importante de las reformas y le otorga mayor vulnerabilidad a las economías latinoamericanas, pues como se sabe el sistema financiero internacional se ha vuelto en sí mismo inestable, sujeto a crisis y ataques especulativos.

Facilitada por la nueva tecnología en informática y comunicaciones, la aceleración de la liberalización financiera en los noventa, en particular la cuenta de capitales, así como el surgimiento de “nuevos agentes” financieros como los inversionistas institucionales, dieron lugar a una gran expansión los mercados financieros, crearon enormes flujos de liquidez, e imprimieron gran volatilidad al sistema financiero internacional guiado hoy por la lógica de mercado, es decir con la búsqueda de las mayores tasas de interés, y el máximo beneficio en el más corto plazo posible.

Sin duda, la liberalización y expansión de los flujos financieros ha incrementado la oferta de recursos y el grado de liquidez, diversificando los instrumentos de inversión. Pero el sistema financiero se ha vuelto sumamente inestable, propiciando “guerras” de tasas de interés y/o tipos de cambio, con el corrimiento hacia los países que ofrecen mejores rendimientos. El capital financiero ha logrado mayores rendimientos que el capital productivo, lo que ha conducido a todos los agentes económicos –gobiernos, empresas, bancos, conglomerados e intermediarios financieros– a endeudarse; “apalancarse” como una forma de valorizar sus activos. Hoy todas las economías son más dependientes de los flujos internacionales de capital, lo que ha llevado a imponer al sistema financiero y productivo “la lógica de mercado de las finanzas”.

¹¹ En algunos casos, como en México, existe un desfase entre lo que marcan las normas y la constitución respecto de las relaciones laborales y la realidad, pues dos de cada tres trabajadores se contratan fuera del marco formal y por tanto no tienen acceso a prestaciones que marca la legislación.

En la búsqueda de altas tasas de interés –diferenciadas nacionalmente– los flujos financieros se mueven por olas sucesivas de optimismo y pesimismo sobre la situación de solvencia o “confianza” de países y regiones, profundizando y haciendo más marcadas las fluctuaciones cíclicas. En las fases de auge de cualquier economía se estimula el consumo y endeudamiento de las empresas, en las depresiones hay una sobre-reacción por la reducción de las inversiones, quiebras, fuga de capitales y su efecto en el empleo, que se ve agudizado por la aplicación de políticas recesivas “recomendadas por el FMI”, que supuestamente tienen el objetivo de restablecer la confianza, pero hacen más profundas las crisis y la reducción del empleo.

Por otra parte, esta característica volátil de los flujos financieros ha retroalimentado la fragilidad de todo el sistema financiero, que se convierte en endémica. Como afirma Michel Aglietta “la fragilidad financiera es un proceso inducido por la dinámica de los mercados”. Estos flujos se han convertido en la fuente de apalancamiento, y sostienen la lógica financiera, pero son altamente sensibles a la percepción de la confianza, lo que, unido a las necesidades de liquidez, genera en cualquier momento corridas financieras llevando a la quiebra e/o insolvencia a naciones enteras (México: 1994-1995, sureste asiático: 1997, Rusia: 1998, Brasil: 1999, Argentina: 2000-2001, Turquía 2000-2001). De esta manera las tasas de interés y las cotizaciones bursátiles se han convertido en los jueces del desempeño económico de todas las naciones, influyendo por supuesto en la orientación de la política económica. Si bien es cierto que la mayor parte de los recursos financieros se canaliza entre los países desarrollados, y que la proporción de los flujos totales de capital que se orienta a los mercados emergentes es relativamente pequeña, sin embargo, su peso relativo en estas economías hace que la llegada y salida de estos flujos sean altamente desestabilizadores.

La vulnerabilidad externa de América Latina es mayor hoy que en el pasado. La libertad de maniobra para decidir el propio destino en el mundo global es más reducida que nunca. Los países carecen de posibilidades para desarrollar estrategias viables si estas generan expectativas negativas en el sistema financiero interna-

cional. Pareciera que la única posibilidad es aplicar políticas amistosas para los mercados sobre todo financieros, es “emitiendo buenas señales” o que lo parezcan, para ser beneficiario de las decisiones de inversión.

El pensamiento dominante sugiere que para lograr el crecimiento económico basta con respetar los derechos de propiedad y reducir los costos de transacción, desregular y dar transparencia a los mercados y al sistema financiero, mantener el equilibrio fiscal, la estabilidad de precios, abrir la economía, privatizar todo lo privatizable, reducir la participación del Estado como en el siglo XIX al papel de legislador, juez y fiscal. Pero la realidad se empecina en mostrarnos lo contrario: la mayor apertura ha generado procesos de desindustrialización y ruptura de eslabonamientos intraindustriales; el mercado muestra “fallas” en la asignación racional de recursos que permitan el desarrollo o siquiera un crecimiento económico sostenido, y la vulnerabilidad se ha incrementado con la liberalización financiera y se agudiza la asimetría en el acceso a la información. Los costos de transacción se han reducido, se ha logrado el equilibrio fiscal y la estabilidad macroeconómica y, sin embargo, no se logra un crecimiento sostenido.

Los resultados son elocuentes. De los 25 años de políticas con orientación monetarista, por lo menos 15 se consideran perdidos para el desarrollo. La tasa de crecimiento económico de los países latinoamericanos ha sido inestable y casi nula en términos per cápita, el desempleo ha crecido junto con la economía informal y aumentaron la pobreza, la marginalidad y la concentración de la riqueza y el ingreso. La acumulación de tensiones sociales y el deterioro de las condiciones de vida de buena parte de la población están vaciando de contenidos a la democracia que empieza a mostrarse como insuficiente para garantizar la cohesión social, el malestar social se expresa en violencia cotidiana, en inseguridad pública observable en gran parte de la región, sobre todo en las ciudades. El pesimismo sobre el futuro de la región sigue presente. La fragmentación social y otros problemas sociopolíticos, difícilmente pueden generar una masa crítica de ventajas com-

parativas dinámicas y que tiendan a una relación más simétrica en el contexto de la globalización.

En este contexto, debiéramos recordar que el combate a la inflación no puede hacerse desvinculado de una política general de desarrollo que libere al sistema económico de las condiciones de estructura que impiden su transformación y obstaculizan su crecimiento. Es obvio que hoy no podemos aplicar las recomendaciones que hacía la CEPAL hace medio siglo para economías cerradas y con fuerte participación estatal, pues el mundo es totalmente distinto, pero creo que es rescatable la postura de Noyola en su conferencia de 1956 en la Facultad de Economía, donde planteaba:

Si la alternativa a la inflación es el estancamiento económico o la desocupación, es preferible optar por la primera, es decir, por la inflación. Lo grave de la inflación no es el aumento de precios en sí mismo, sino sus consecuencias en la distribución del ingreso y las distorsiones que trae aparejada entre la estructura productiva y la estructura de la demanda. Es posible mitigar las presiones inflacionarias mediante una política fiscal muy progresiva, mediante controles de precios y abastecimientos, y mediante reajustes de salarios, y estos recursos de política económica son una alternativa infinitamente preferible a la política monetaria, que sólo empieza a ser eficaz cuando reduce la actividad económica, aumenta la desocupación o frena y estrangula el desarrollo.¹²

Hoy sabemos que las circunstancias no son las mismas, que el proceso de globalización en muchos sentidos es irreversible, pero cabe preguntarnos si ello implica renunciar a una estrategia de desarrollo. En otras palabras debemos reflexionar sobre cómo endogenizar el proceso de acumulación en los marcos de la globalización; cómo generar la transformación de la producción, con interacciones eficaces entre las esferas privada y pública, que fortalezcan los lazos entre la producción y los sistemas nacionales de ciencia y tecnología, dando lugar a la acumulación de cono-

¹²Juan F. Loyola, *op. cit.*, 1956, p. 78.

cimientos y habilidades en la fuerza de trabajo como base de los aumentos incrementales de la productividad impulsados por la inversión de capital y la incorporación del progreso técnico. Con qué reformas institucionales lograr mayor integración social y equilibrios políticos. Las instituciones inestables carecen de condiciones para sostener políticas consistentes de largo plazo. Un Estado débil carece de capacidad para establecer relaciones simétricas con los países centrales, los mercados financieros y las empresas transnacionales. Como diría Aldo Ferrer: “El desarrollo no se importa. No puede delegarse en el liderazgo de actores transnacionales ni en las fuerzas que operan en el orden global. No existe ninguna experiencia histórica significativa que pruebe lo contrario.”

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO MUNDIAL (1992), *América Latina y el Caribe. Diez años después de la crisis de la deuda*, Banco Mundial, p. 10.
- _____ y Trinidad Martínez Tarragó (1976), *Las empresas transnacionales. Su expansión a nivel mundial y su proyección en la industria Mexicana*. México, FCE.
- FAJNZYLBER, Fernando (1980) (sel.), “Industrialización e internacionalización en la América Latina”, *El Trimestre Económico*, colección lecturas, núm. 34 t. I y II, México, FCE.
- FERRER, Aldo, (1998), “América Latina y la globalización”, *Revista de la CEPAL*, núm. extraordinario, CEPAL, cincuenta años, Chile, p. 160.
- HIRSCHMAN, (1961), *La estrategia del desarrollo*, México, FCE. Publicado en inglés en 1958.
- NOYOLA, Juan F., (1949), “El Fondo Monetario Internacional”, *Investigación Económica*, primer trimestre núm. 1.
- _____ (1986), “Desequilibrio externo e inflación”, *Materiales de Investigación Económica*, Facultad de Economía, México, UNAM.

MALCOLM SAWYER*

*Inflación y desempleo: una interpretación estructuralista***

INTRODUCCIÓN

EN LOS últimos 50 años la discusión acerca de la inflación y sus causas ha estado dominada por la curva de Phillips (visto como una relación entre inflación y desempleo) y el concepto de la “tasa natural de desempleo”. La expresión inicial de la curva de Phillips se basa en una relación empírica negativa entre la variación de salarios y el nivel de desempleo.

Aunque Samuelson y Solow (1960), tradujeron esta relación como una variación de precios y desempleo, en el (des)afortunado trabajo de Friedman (1968) se reiteró la relación entre salarios y desempleo. Dicho autor argumentó que la especificación de Phillips no es teóricamente válida, dado que ésta debe analizarse en términos de la tasa de cambio de los salarios reales y el desempleo.¹ Sin embargo, al reconocerse que los salarios son determinados en términos monetarios, ello se tradujo en una relación entre la tasa de variación de los salarios monetarios, dependiente de la tasa esperada de variación de los precios (con un coeficiente unitario), y la tasa de desempleo. Este planteamiento que es muy conocido (como la curva de Phillips con expectativas aumentadas) conlleva cinco

* Profesor de economía de la Universidad de Leeds, GB, correo electrónico: mcs@lubs.leeds.ac.uk

** Traducción realizada por Noemí Levy con apoyo de Antonio Dorantes.

¹ “El análisis de Phillips sobre la relación entre el desempleo y el cambio salarial es mercedamente celebrado como una importante y original contribución. Pero, desafortunadamente, contiene un defecto básico –no distingue entre salario nominal y salario real– tal como el análisis de Wicksell falló en distinguir entre tasa de interés nominal y tasa de interés real” (Friedman, 1968: 8).

connotaciones particularmente importantes en la discusión posterior sobre la inflación.

Primero, el desempleo, especialmente el desempleo en términos de la “tasa natural de empleo” es una variable central con relación a la inflación. La inflación aumenta (disminuye) si el desempleo está por debajo (encima) de la “tasa natural de desempleo”. Los factores determinantes de la “tasa natural de desempleo” son cruciales para el nivel de operación de la economía, libre (no inducida) de presiones inflacionarias. Estos planteamientos trasladaron la atención al mercado laboral y a su operación, propuesta efectivamente realizada por Friedman en su trabajo original. Éste argumentó que

en Estados Unidos, por ejemplo, la tasa de salario mínima del acta Walsh-Healey y Davis-Bacon y la fuerza sindical provocan una tasa de desempleo natural superior en comparación a que si estos factores no existiesen. Mejoras en el intercambio laboral, en la disponibilidad de la información sobre puestos vacantes y la oferta laboral, etcétera, tenderían a reducir la tasa natural de desempleo (Friedman, 1968: 9).

Por consiguiente, la ruta hacia mayores niveles de actividad económica sin un proceso de inflación acelerada se logra desplazando la “tasa natural de desempleo” a través de “reformas” en el mercado laboral, que defienden la reducción (o abolición) de los salarios mínimos y el debilitamiento del poder sindical.

El énfasis en las “reformas” del mercado laboral como una vía para reducir la “tasa natural del desempleo” (y, por tanto, un descenso de la tasa de desempleo imperante) ha tenido un amplio apoyo. Una visión representativa de este planteamiento (proviene significativamente de un ejecutivo de un banco central y está relacionada con uno de los mayores niveles de desempleo en la Unión Europea) se resume de la siguiente forma:

La falta de determinación para superar las ineficiencias estructurales es particularmente evidente en el mercado laboral de varios países de la Unión Europea. Se mantienen los impedimentos a la creación de empleos. Se requieren medidas que

estimulen a las empresas a crear empleo adicional. Estas medidas, entre otros aspectos, deben enfocarse a la reducción de los costos laborales de las empresas, a través de reformas al sistema de seguridad social que reduzcan las contribuciones por dicho concepto y vía reformas al sistema de impuestos y beneficios, que reduzcan los salarios mediante los cuales los trabajadores estén dispuestos a ofrecer su trabajo. El aumento de la educación, el entrenamiento de los trabajadores y la mayor movilidad laboral, otorgan mejores instrumentos a la fuerza laboral para enfrentar los choques económicos adversos. En este tipo de ambientes –de mayor flexibilidad laboral– las políticas de fomento en la participación laboral puede ser altamente efectivo.²

Segundo, la “tasa natural de desempleo” es vista como un “fuerte atrayente” para el nivel de desempleo actual, si el nivel de la demanda agregada se ajusta rápidamente y empuja a la economía a su “tasa natural de desempleo”. Un mecanismo implícito en la visión de la “tasa natural” es que los salarios reales se ajustan para vaciar el mercado laboral: cuando el desempleo es alto, hay un exceso de oferta laboral y los salarios reales son altos. Los salarios reales se enfrentan a un exceso de oferta laboral. Otro mecanismo que conduce a estos resultados es la operación del efecto del balance real –por ejemplo si la demanda es muy alta, suben los precios y se reduce el valor real del *stock* monetario habrá un descenso de la demanda. Empero, al considerar a la tasa natural como un “atractivo fuerte” se niega el papel de la demanda agregada en la determinación del nivel de la actividad económica.³

Tercero, el desempleo por debajo de la “tasa natural” (o, de manera más general, debajo de la *NAIRU* –la tasa de desempleo no aceleradora de inflación– por sus siglas en inglés, *NT*) acelera la inflación e, inversamente, el desempleo por encima de la tasa natural, desacelera la inflación. La *NAIRU* tiene una propiedad de

² Este testimonio fue hecho por el profesor Otmar Issing ante el Comité de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo en Bruselas el 24 de marzo de 2003 (véase sitio web de la ECB).

³ Una discusión más amplia sobre el tema se encuentra en Sawyer (1999).

doble filo –un nivel de desempleo por debajo (encima) de la NAIRU genera una inflación creciente (menor). Podría señalarse que esta propiedad no es intrínseca al planteamiento de la NAIRU: el análisis proporciona muy poca información sobre la rapidez con que la inflación aumenta. Empero, está presente la sugerencia que la peligrosidad de altos niveles de demanda (y bajo nivel de desempleo) no es sólo un problema de inflación, sino de crecimiento de la inflación, que puede ser seguido por un proceso hiperinflacionario.

Cuarto, la inflación (y de manera particular las variaciones de la inflación) es vista en términos de un “exceso de demanda”. El desempleo sirve como una aproximación (negativa) del exceso de demanda laboral. De alguna manera el anterior debate de la inflación, basado en el empuje de la demanda (*demanda pull*) y presiones de costos (*cost-push*) puede relegarse, porque lo relevante es el *exceso* de demanda, no importando si se origina por un exceso de demanda (*demanda-pull*) o cambios en la oferta (costos). Pese a que en el centro de la discusión se encuentra la función del exceso de demanda como un determinante aproximado de salarios o precios crecientes, la mayor parte del análisis del proceso de salarios y precios crecientes es independiente a que la fuente del exceso provenga de un desplazamiento por el lado de la demanda o la oferta (Laidler y Parkin, 1975: 742).⁴ Además de la elegancia teórica del planteamiento, hay un movimiento tendiente a considerar la inflación como un fenómeno de demanda. Gordon (1997: 17) subrayó:

en el largo plazo la inflación siempre y dondequiera es un fenómeno de exceso del PIB nominal. Los choques de oferta aparecen y desaparecen. Lo que permanece para el sostenimiento de la inflación de largo plazo es el crecimiento constante del PIB nominal en exceso al crecimiento del producto natural o potencial.

⁴Estos autores también señalan que “debido a que la inflación es un fenómeno que afecta al conjunto de la economía encontramos que la distinción analítica entre el empuje de la demanda y presiones de costos no es una herramienta adecuada para clasificar dichos desarrollos en la teoría de la inflación que son la base de la macroeconomía” (Laidler y Parkin, 1975: 742).

El llamado “nuevo consenso” de la macroeconomía (p. ej., McCallum (2001); Meyer (2001), mayores referencias en Arestis y Sawyer (2002a, 2002b)) se presenta a menudo de la siguiente ecuación:

$$(1) p_t = b_1 Y^g + b_2 p_{t-1} + b_3 E_t(p_{t+1}) + s \text{ (con } b_2 + b_3 = 1)$$

donde: p es la tasa de inflación, Y^g es la brecha del producto, E las expectativas y s es un choque estocástico. Esta ecuación representa la familiar curva de Phillips, aunque expresada en términos de la inflación de precios y de la brecha del producto. El elemento significativo, desde la perspectiva de este trabajo, es que la inflación es un fenómeno de demanda y los choques de oferta son representados por un término estocástico que se distingue por ser aleatorio, algunas veces positivos, otras negativos y, en promedio, se igualan a cero. Este enfoque –inflación como demanda– se refleja en el planteamiento dominante a través del control de la inflación: se asigna a las políticas monetarias la tarea de controlar la inflación y operar a través de las tasas de interés y su efecto sobre el nivel de la demanda.

Quinto, las expectativas tienen una función importante –la inflación existente depende fuertemente de las expectativas futuras de la inflación. Como resultado de lo anterior se señala que de controlarse las expectativas sobre la inflación futura también puede reducirse la inflación observada. La variable que afecta el ritmo de la inflación es la expectativa sobre la inflación y no la experiencia de la inflación. El papel de las expectativas es altamente significativo porque sugiere que la inflación puede disminuir rápidamente si caen las expectativas sobre la inflación. Con base en este planteamiento se enfatiza en la “credibilidad” de las políticas económicas: si una política tendiente a reducir la inflación es creíble se reflejará sobre las expectativas de la inflación, facilitándose el abatimiento de la inflación.

Las causas que provocan la variabilidad de la demanda (y, por consiguiente, las presiones de la demanda sobre la inflación) siguen sujetas a un fuerte debate. El enfoque monetarista basado en el papel del acervo del dinero y, en la noción que aumentos de la oferta monetaria, vía decisiones del banco central, aumentan el

stock de dinero por sobre lo que los agentes desean tener, induce a aumentos del gasto de dinero en “exceso”, lo cual presiona a un incremento de precios en proporción al aumento del *stock* de dinero. Otros se enfocan en el papel de la demanda agregada (considerando la inversión, la demanda del consumidor, el gasto gubernamental, etcétera), lo cual explica que las políticas actuales de la mayoría de los países influyan sobre la demanda agregada (vía la tasa de interés) para modificar la inflación.

Esta rápida revisión sobre la teoría de la inflación apunta a dos características principales de la política económica actual: los mayores niveles de empleo y de actividad económica se consideran resultado de “reformas” en el mercado laboral y la seguridad social, así como al sistema de mantenimiento del ingreso. La inflación se combate a través de objetivos inflacionarios y política monetaria. En este trabajo se argumentará que es equivocada esta visión sobre la inflación y se buscará reinsertar la naturaleza estructuralista de la inflación.

UN ANÁLISIS ESTRUCTURALISTA DE LA INFLACIÓN

DESDE UNA perspectiva keynesiana el nivel de la actividad está determinado por la demanda agregada y, si ésta varía, también se modifica el nivel de la actividad económica. A menudo, la experiencia generalizada del desempleo en economías de mercado y las observaciones acerca de las disparidades sustanciales de desempleo a través de las regiones económicas, sugieren que la demanda agregada es inadecuada para mantener el pleno empleo y/o existe una falta de capacidad productiva para emplear a todos aquellos que buscan (o requieren) trabajo. No existen razones contundentes para suponer que la actividad económica sea compatible con una inflación constante.

Kalecki observó que una demanda creciente no puede ser satisfecha por una oferta en crecimiento “debido a la escasez de equipo, de fuerza laboral o de materias primas” (Kalecki, 1997: 85), lo cual genera “una inflación característica... (como) aumentos en el precio de los bienes de consumo en relación a los costos laborales y de materias primas relevantes” (Kalecki, 1997: 86). Las

condiciones de oferta son relevantes para la inflación: “durante la inflación la parte creciente de la curva oferta entra en escena”, por consiguiente suben los costos unitarios y los precios con relación a los salarios y caen los salarios reales. El aumento generalizado de los precios tiene lugar a través de un aumento de muchos precios individuales. “A partir de lo anterior se deduce que la prevención de «la inflación en general» debe enfrentarse vía controles de «inflaciones» de grupos particulares de mercancías” (Kalecki, 1997: 86).

El planteamiento anterior implica que los procesos inflacionarios surgen cuando la demanda está por encima de la capacidad, aun cuando existe desempleo laboral, porque es inadecuada la capacidad existente para apoyar el pleno empleo del trabajo (o la capacidad se distribuye entre las regiones de forma inadecuada en relación con la distribución potencial de los trabajadores). Cuando las empresas operan con altos niveles de capacidad se enfrentan a costos unitarios crecientes: los precios incrementan en comparación a los salarios y, bajo dichas circunstancias, los salarios reales descienden, aunque los salarios monetarios no alcancen a los precios para restaurar los salarios reales iniciales.

Cuando la producción comienza a ascender desde un nivel relativamente bajo

la producción de bienes manufacturados puede aumentar rápidamente porque existe disponibilidad ociosa de capacidad industrial y la fuerza de trabajo desempleada está disponible. Sin embargo, en el corto plazo, la oferta de materias primas y alimentos, especialmente de productos agrícolas tiene baja sensibilidad a los incrementos de la demanda. Como resultado de lo anterior los precios de los productos primarios aumentan considerablemente. Ello provoca un aumento generalizado de los precios de los bienes finales, en el costo de vida y en los salarios, los cuales, a su vez, desatan posteriores incrementos de precios. Empero, el aumento de los precios y de los salarios, referidos anteriormente, no es resultado de crecientes niveles de demanda, sino de un fenómeno conectado con *aumentos excesivos* en sus niveles (Kalecki, 1997: 573).

Este análisis de la inflación se enfoca en el balance entre la demanda y la capacidad y supone la existencia de una capacidad inadecuada para sostener el pleno empleo. Este planteamiento se contrasta con la ortodoxia predominante cuya atención se enfoca en el mercado laboral para analizar los procesos inflacionarios. El desempleo en relación con la “tasa natural de desempleo” o la “tasa de inflación no aceleradora de desempleo” se considera relevante para la inflación y se otorga poca (o ninguna) atención a problemas de capacidad o comportamiento de los precios.

También es relevante observar que cualquier “tasa natural de desempleo” o NAIRU está basada en la noción que los precios y los salarios aumentan de manera conjunta. La diferencia en la tasa de crecimiento de los salarios y de los precios es igual a la tasa de crecimiento de la productividad laboral. En otras palabras, la distribución del ingreso entre salarios y ganancias se mantiene constante. Ello sirve para recordar que hay conflictos esenciales sobre la distribución del ingreso. Si todos los grupos y las clases en la sociedad efectivamente aceptan (de manera más o menos voluntaria) la distribución existente del ingreso, no deberían esperarse problemas inflacionarios: en un mínimo sería consistente con una tasa estable de inflación. Un aumento de la inflación puede provenir de combinaciones de intenciones de algunos grupos a incrementar su participación en el ingreso o mejorar sus perspectivas. Por ejemplo, un mayor nivel de demanda laboral puede ser considerado como una oportunidad de mejorar las oportunidades de los trabajadores para obtener una mayor participación en el ingreso. Sin embargo, un nivel mayor de demanda de productos se relaciona con un aumento de las ganancias de las empresas. Con base en estos planteamientos puede entenderse la “teoría del conflicto” de la inflación.

Un elemento importante en el análisis de la inflación es el dinero. “La inflación es un proceso continuo de incrementos de precios o, de manera equivalente, puede ser visto como una caída continua del valor del dinero... Entonces, la inflación es fundamentalmente un fenómeno monetario.” Algunos extienden este argumento y señalan, de acuerdo con Friedman, que “*la inflación siempre y*

dondequiera es un fenómeno monetario... y sólo puede ser producida cuando los aumentos en la cantidad de dinero son mayores a los aumentos del producto” (Friedman, 1970: 24). Mientras pocos niegan que la inflación es un fenómeno monetario en el sentido anteriormente descrito o que está *acompañada* por un aumento en la cantidad de dinero, muchos cuestionan que su origen es monetario (Laidler y Parkin, 1975: 741). En realidad es difícil pensar que la inflación puede continuar por un periodo significativo sin un aumento proporcional en el *stock* de dinero.

La proposición monetarista señala que la relación causal va desde el dinero hacia los precios y el control de la inflación se deriva del control del crecimiento del *stock* de dinero. El *stock* de dinero se considera determinado exógenamente, generalmente por el gobierno. Sin embargo, en la realidad el *stock* de dinero incluye altas proporciones de dinero bancario con depósitos transferibles que conforman el mayor volumen del dinero. El dinero es endógeno, creado por el sistema bancario a través del proceso de proveer préstamos a los agentes no bancarios. La creación del dinero depende de la voluntad de los bancos para otorgar créditos al público que demanda préstamos. El monto de dinero que se mantiene en existencia depende del grado que el público desea retener dinero. El crecimiento de precios induce a las empresas y, a los demás agentes, a demandar mayores préstamos para cubrir los costos crecientes de los insumos, etcétera, y, mayores precios aumentan la demanda de dinero. Aunque el *stock* de dinero y de los precios aumenta al mismo ritmo, la causalidad va desde los precios hacia el dinero. Una implicación obvia de este planteamiento es que mientras la inflación y aumentos en el dinero ocurren de manera conjunta, se descarta cualquier control sobre el dinero.

La inflación en el planteamiento estructuralista aumenta cuando el nivel y la composición de la demanda rebasan la región de producción a costos constantes y entra en el rango de los costos unitarios crecientes (*i.e.*, cuellos de botella). Así, las políticas relacionadas a “reformas laborales” se vuelven irrelevantes para el nivel de desempleo e inflación. En este contexto, se vuelve importante para el desempleo y la inflación el nivel, la composición, y la distribución del capital.

UNA REPRESENTACIÓN SIMPLE

EN ESTA sección se presenta un análisis sencillo para explicar los determinantes de la inflación. Este planteamiento no incluye formalmente ninguna mención al dinero endógeno; aunque, éste no podría desarrollarse sin dicho supuesto. Las presiones inflacionarias provienen de la interacción de los determinantes de los precios y los salarios y, dichas presiones, generan aumentos en la demanda de préstamos y los depósitos bancarios.

Ecuación de salarios

Hay numerosas visiones que indican cómo se determinan los salarios. En el planteamiento que se desarrolla en esta sección sólo se descarta la idea que los salarios se determinan en un mercado laboral competitivo. Al menos, en términos de una representación algebraica (relación positiva del equilibrio entre los salarios reales y el empleo) la mayoría de estos planteamientos arriban a resultados similares (*v.gr.*, los modelos de negociación sindical, modelos de eficiencia salarial).⁵

Comenzamos con la hipótesis de un objetivo de salario real (Sargan, 1963, para una detallada elaboración véase Sawyer, 1982a, 1982b) que se basa en una negociación colectiva de determinación salarial que puede expresarse como sigue:

$$(2) \dot{w} = a_1 + a_2 \dot{p}_{-1} + a_3 U + a_4 (w_{-1} - p_{-1} - T)$$

⁵Una forma alternativa de llegar al equivalente de la ecuación (3) puede ser la siguiente: los salarios monetarios (W) son determinados con relación al ingreso alternativo (esperado) (A) de los trabajadores. El margen μ del salario sobre el ingreso alternativo (relativo al salario) puede ser visto como dependiente de una variedad de factores, tales como las fuerzas de negociación de las empresas y los sindicatos, y/o las consideraciones de la eficiencia salarial. El ingreso alternativo es un promedio ponderado de los salarios en otra parte y del nivel de los beneficios del desempleo (B) donde las ponderaciones dependen del nivel de desempleo. Entonces, la forma general es $(W-A)/W = \mu$; $A = (1-\lambda U)W^e + \lambda UB$, donde W^e es el salario alternativo fuera de las empresas, U es el nivel de desempleo y λ es un factor que refleja la tasa de movimiento de los trabajadores y la tasa de descuento (por tanto, el costo de la búsqueda de empleo). El equilibrio está caracterizado por el pago del mismo salario en todas las empresas y la condición de que $W=W^e$ y resolviendo los rendimientos de la ecuación $W/B = \lambda U/(\lambda U - \mu)$. Esto proporciona una relación negativa entre salarios y desempleo, y una relación positiva entre salarios reales y empleo. Entonces, en forma logarítmica $w - b = f(U)$ se transforma en $w - p = b - p + f(U)$, que es representado por $w - p = b - p + g(L)$, donde $g' > 0$.

El punto sobre las variables indica la tasa de cambio, w es el logaritmo de los salarios monetarios, p es el logaritmo de los precios, U es la tasa de desempleo y T es el logaritmo del salario real objetivo, el coeficiente a_2 es muy cercano a la unidad, a_3 y a_4 tienen signo negativo. La tasa de incremento de salarios nominales depende de la tasa de inflación, el desempleo (que refleja el poder de negociación) y la diferencia entre el salario real actual y el salarial real objetivo.

La relación de equilibrio cuando la tasa de salarios varía de igual forma que la tasa de los precios (rezagados), se describe en la ecuación (3).

$$(3) a_1 + a_3U + a_4(w - p - T) = 0$$

Por conveniencia se supone que $a_2 = 1$. El desempleo se define como $U = (L_f - L)/L_f$ donde L_f es pleno empleo (se supone como dado) y L indica el empleo actual, a partir de lo cual se obtiene

$$(4) \frac{L}{L_f} = \frac{a_1}{a_3} + 1 + \frac{a_4}{a_3}(w - p - T)$$

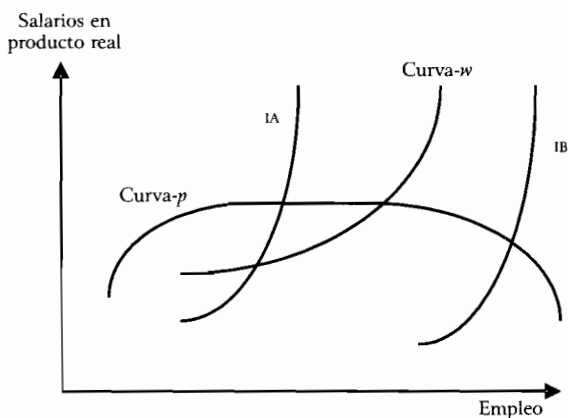
que indica una relación positiva entre salario real y empleo, tal cual se representa en la curva- w (que refleja el proceso de determinación de salarios) de la gráfica 1. La dinámica de la inflación (de la ecuación 1) es tal que para puntos a la derecha de la curva- w los salarios aumentan más rápidamente que los precios y, para puntos a la izquierda de la curva, los salarios aumentan más lentamente que los precios.

La ecuación de precios

Los precios de las empresas dependen de sus costos unitarios y del margen de los precios sobre los costos. Dado que el margen de beneficios varía con el grado de capacidad de utilización, la ecuación se expresa de la siguiente forma:

$$(5) P = m(u) \left(\frac{Wl}{q} + H.f \right)$$

GRÁFICA 1



Donde P es el precio de las empresas, u es la capacidad utilizada, m es el margen de beneficios, W los salarios monetarios, l el empleo de la empresa, q es el producto, H los precios de los insumos y, f los insumos materiales por unidad de producto.

Permitiendo que la productividad laboral varía con el producto y el empleo y representando $l/q = g(u)$ y manipulando la ecuación 1 se obtiene:

$$(6) \frac{W}{P} = \frac{1}{g(u)m(u) + (H/W)f}$$

La capacidad instalada $u = q/q^* = (q/k)v$, donde q^* es una medida de capacidad, k el *stock* de capital de la empresa y v la razón capacidad a producto.

A nivel de la empresa se escribe la ecuación de la siguiente manera:

$$(7) \frac{W}{P} = F\left(\frac{q}{k}, \frac{H}{W}\right)$$

Desplazándose del nivel de la empresa hacia el nivel de demanda agregada: el producto total $Q = n.q$ donde n es el número de empresas. Por tanto, $Q = n.l/g(u)$, obteniéndose:

$$(8) \quad \frac{W}{P} = F\left(\frac{Q}{nk}, \frac{H}{W}\right) = F\left(\frac{L}{nkg(u)}, \frac{H}{W}\right)$$

El salario real depende de una variedad de factores, específicamente del número de empresas n , el *stock* de capital medio k y la razón de precios de insumos materiales a salarios.⁶ Se considera la ecuación 8 como la relación entre el salario real y el empleo que está condicionado por los factores antes mencionados, la cual es representada por la curva- p de la gráfica 1.

Con respecto a la curva- p deben resaltarse dos puntos. Primero, aunque no es aparente de esta derivación, el movimiento a lo largo de la curva- p ocurre en respuesta a los cambios en el nivel de la demanda agregada. La decisión de precio de la empresa se realiza a la luz de las condiciones que enfrenta la empresa, donde se incluye la demanda agregada. Existe una cantidad de producto y un monto de empleo que corresponde al nivel de precio que se escoge. Segundo, la posición de la curva- p depende de los factores mencionados anteriormente, específicamente del número de empresas, del tamaño promedio del *stock* de capital y los precios de los insumos materiales. Empero, debe resaltarse que la posición de la curva- p depende del margen de beneficios aplicado por las empresas que, a su vez, es función de su poder de mercado y el tamaño de la competencia que enfrenta por las importaciones.

Las ecuaciones (4) y (8) son representadas por la curva- w y curva- p , respectivamente, de la gráfica 1, que incluye a los salarios reales y el empleo, y puede resolverse para un equilibrio en el lado de la oferta, concordante con una barrera inflacionaria. Ello no implica que la economía opera o, incluso, tienda hacia el equilibrio por el lado de la oferta —el nivel de la actividad económica se determina por el nivel de la demanda agregada sin que existan fuerzas de mercado que tiendan a desplazar la demanda agregada

⁶ La capacidad instalada u puede mostrarse que se iguala a $v.l/g(u)k$ y, por tanto, $ug(u) = v.l/k$, de donde se obtiene u como una función de $l = L/n$ y k .

hacia la barrera de la inflación.⁷ La ecuación 8 (representa la relación entre salarios reales y empleo) se desplaza a medida que varía el número de empresas y cambia el *stock* promedio de capital por empresa. La barrera inflacionaria se modifica constantemente como respuesta a cambios en la inversión. Este planteamiento tiene una forma de histéresis integrada –porque el mismo patrón de la demanda agregada influye a la inversión, que modifica la variación del *stock* del capital.

De manera general, un aumento del número de las empresas desplaza a la curva-*p* hacia abajo para niveles de empleo reducidos, el cual, se mueve hacia arriba, cuando existen altos niveles de empleo. Un aumento en el *stock* de capital por empresa desplaza la curva-*p* hacia arriba; y, un desplazamiento de la curva-*p* hacia arriba alrededor de los puntos previos de equilibrio (lado de la oferta) se asocia con niveles crecientes de salario real, de producto y empleo.⁸

Inversión

El planteamiento de la inversión tiene un espíritu kaleckiano (cfr. Kalecki, 1943) porque variables como los rendimientos y la utilización de la capacidad ociosa impactan en la inversión. El aspecto significativo de la inversión es su sensibilidad al nivel de demanda agregada y, no hay un nivel de capital óptimo, sólo determinado por los precios relativos.

La tasa de inversión relativa al *stock* de capital *K* es una función positiva de ganancias (esperadas) Π (que, a su vez, está ligada a ganancias corrientes) y a la capacidad de utilización (*cu*)

$$(9) I/K = b_0 + b_1 \Pi + b_2 cu$$

⁷ Pueden haber fuerzas políticas que se comportan de este modo –por ejemplo cuando la política monetaria es fijada de acuerdo con alguna forma de la regla de Taylor, entonces tan pronto como ésta es efectiva, entonces la demanda será reducida cuando la inflación sea alta y/o en crecimiento.

⁸ Para un análisis más extenso de la relación *p*- y *w*-, véase Sawyer (2002).

Esto puede ser trazado en una función de salarios reales y empleo para generar

$$(10) I/K = b_0 + b_1 (1 - (W/P)(L/Y)) (Y(L)/K) + b_2 Y(L)/K$$

porque las ganancias $\Pi = 1 - (W/P)(L/Y)$ y K es una medida de *stock* de capital.

En el contexto de una función de inversión neta, en una economía sin crecimiento (o tratando a todas las variables como normalizadas bajo una tasa de crecimiento determinada) la condición de un *stock* de capital constante genera

$$(11) b_0 + b_1 (1 - (W/P)(L/Y)) (Y(L)/K) + b_2 Y(L)/K = 0$$

de donde puede obtenerse un punto de inversión neta igual a cero que implica una relación positiva entre salario real y empleo. En la gráfica 1 son trazadas dos posibles posiciones del punto de inversión igual a cero, La línea *IA* impera cuando son altos los "espíritus animales" y, la línea *IB* cuando éstos son bajos (la inversión a menudo es positiva para *IA* y no para *IB*). Cuando la demanda agregada es relativamente alta la economía opera en el lado derecho del punto de inversión igual a cero –la inversión neta es positiva, el *stock* de capital es creciente y la curva-*p* tendría un desplazamiento hacia arriba.

Debe resaltarse que esta figura no debe ser interpretada de manera aislada con la idea que la barrera de inflación es un equilibrio en el lado de la oferta hacia donde se dirige la economía. Se reitera que no existen fuerzas que automáticamente empujen a la economía al punto donde se intercepten la curva-*p* y la curva-*w*. Es más, el curso de la economía no puede ser entendido sin considerar la demanda agregada. En este contexto, la demanda agregada es importante no sólo porque determina el nivel de la actividad económica (que puede tener algún efecto en la inflación) sino también por su influencia en la tasa de inversión. La evolución del *stock* de capital puede asegurar los cambios en la capacidad productiva, lo cual, se refleja en un desplazamiento de la curva-*p* en la gráfica 1. Recordando que el dinero es considerado como endógeno, el mantenimiento del proceso inflacionario genera una expansión del *stock* de dinero. Bajo esas condiciones no tiene relevancia intentar con-

trolar la inflación a través de políticas monetarias (particularmente vía el control de la oferta monetaria).

En este marco de análisis el nivel de la demanda agregada puede obtenerse (por simplicidad tomando el caso de una economía privada y cerrada) mediante la igualación de los ahorros con la inversión, *i.e.* con diferenciales de propensión de ahorro provenientes de salarios y ganancias.

$$(12) \quad b_0 + b_1 \left(1 - \left(\frac{W}{P}\right)\left(\frac{L}{Y}\right)\right) \left(\frac{Y(L)}{K}\right) + b_2 \frac{Y(L)}{K} = S_0 + S_1 \left(\frac{W}{P}\right)\left(\frac{L}{Y}\right)\left(\frac{Y(L)}{K}\right) \\ + S_2 \left(1 - \left(\frac{W}{P}\right)\left(\frac{L}{Y}\right)\right) \left(\frac{Y(L)}{K}\right)$$

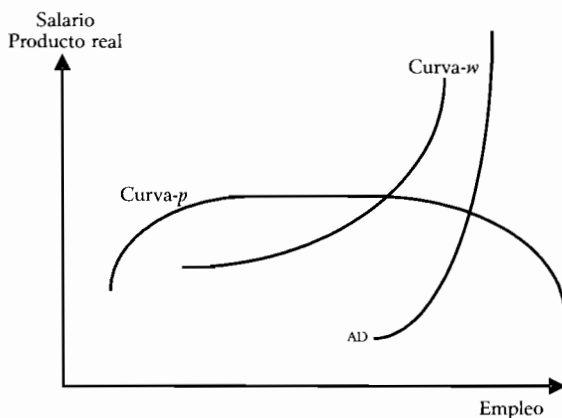
Reordenando se obtiene

$$(13) \quad (b_0 - s_0) K + (b_1 + b_2 - s_2) \left(\frac{Y}{L}\right) = (s_1 - s_2 + b_1) \frac{W}{P}$$

El signo de la relación puede ser positivo o negativo. En términos de Badhuri y Marglin (1990) bajo condiciones de estancamiento es positivo; y, negativo si domina un régimen de euforia. Si se aplica la condición estabilidad keynesiana, $b_1 + b_2 \cdot s_2$ serán negativas y, por tanto, la relación dependerá de $s_1 - s_2 + b_1$. La curva AD de la gráfica 2 representa la ecuación (13) bajo un régimen de estancamiento: la posición y la pendiente de AD son arbitrarias y refleja que la demanda difiere de las barreras inflacionarias e influirá la posición de la curva AD , conjuntamente con el salario real prevaletiente, sobre el nivel de la actividad económica y el ritmo de la inflación.

La curva- p y la curva- w pueden tener diferentes magnitudes, las cuales tienden a ser horizontales, en cuyo caso, se dificulta cualquier identificación precisa de la barrera de la inflación y, efectivamente, se acerca más a la forma de un plato que a un punto. Aún más, si siempre ocurre la inversión, la curva- p continuamente se desplazaría (incluso se puede provocar pequeños cambios en la barrera inflacionaria). Un efecto adicional, es que el aumento (reducción) de la inflación sería lento, a medida que el empleo es más bajo (alto), que el punto de intersección de las dos curvas en la gráfica 2.

GRÁFICA 2



INTERPRETACIONES E IMPLICACIONES

HAY MUCHAS implicaciones que pueden obtenerse del análisis precedente. Aquí nos enfocamos a cinco planteamientos que nos parecen relevantes.

El primero está relacionado al papel del dinero y la política monetaria. La inflación generalmente causa aumentos en el *stock* de dinero, aunque por sí mismo, el *stock* de dinero no produce inflación. Los préstamos son creados por los bancos dentro del proceso inflacionario y, dichos préstamos crean depósitos y, por tanto, puede expandir el *stock* de dinero. La extensión de su alejamiento depende del comportamiento de la demanda de dinero, manteniéndose en existencia si hay alguien que esté dispuesto a retenerlo.

El control del dinero está plagado de dificultades, evidenciado por los problemas que enfrentaron los gobiernos que intentaron en los ochenta controlar la oferta dineraria.

Se ha probado que el control del dinero es particularmente problemático debido a que los bancos tienen el poder de crear dinero, el cual será creado, si a estas instituciones les parece redituable, aumentando los depósitos bancarios.

El fracaso del control de la oferta monetaria provoca un cambio de la política monetaria hacia la utilización de la tasa de interés

y la fijación de objetivos inflacionarios. El mecanismo del cual las tasas de interés pueden influir a la inflación es a través de cambios en la demanda agregada, y el efecto de ésta, sobre el ritmo de la inflación. En el mejor de los casos la política monetaria sólo puede enfrentar la inflación por demanda, volviéndose inerte a la inflación importada y a la inflación por costos. Además, la utilización de la política monetaria bajo la forma de tasas de interés tendrá reducidos efectos en la inflación –cambios simples en las tasas de interés tendrán bajos efectos en la demanda y la demanda casi no incidirá sobre la inflación. Arestis y Sawyer (2002a, b) presentan evidencia sobre los efectos de la tasa de interés en la inflación (dentro de la zona del Euro, del Reino Unido y los Estados Unidos) y concluyen que es insignificante. O sea, una variación pequeña de 1 por ciento en la tasa de interés sólo tiene un efecto del orden de 0.2 y 0.3 por ciento en el producto, el cual, es incluso, menor en la inflación. Es más, en lo que respecta a los efectos de tasa de interés, éstos tienen lugar a través de la inversión y el tipo de cambio. Intentos de contrarrestar la inflación mediante incrementos en la tasa de interés desatan efectos perjudiciales sobre la inversión (y, por consiguiente, en la formación de capital) y pueden inducir a incrementos en el tipo de cambio y, de ese modo, dañar las perspectivas de las exportaciones.

Nuestra primera conclusión es que la política monetaria no es efectiva para controlar la inflación; y, en caso de funcionar tiene efectos nocivos sobre el nivel de la actividad económica, sobre la inversión y la capacidad productiva futura.

El segundo conjunto de implicaciones está relacionado a la importancia de la inversión, su capacidad y distribución. Uno de los puntos fundamentales de Keynes y Kalecki fue que el nivel de empleo no depende de las operaciones del mercado laboral, sino, más bien, del nivel de la demanda agregada. En efecto, el desempleo existe, no porque los salarios reales sean muy altos o el mercado laboral no puede vaciarse, sino porque es baja la demanda de trabajo, lo cual, se explica con base en reducidos niveles de demanda agregada. Las medidas tendientes a reducir los salarios reales o modificar las condiciones del mercado laboral pueden ser contrapro-

ducentes (si reducen la demanda agregada) y fallarán a menos que aumente la demanda agregada. Sobre este punto, se agrega un elemento adicional (bastante obvio): la habilidad de la economía depende del tamaño y la distribución de su capacidad productiva. Empero, hay pocas razones para pensar que la demanda agregada o la capacidad productiva, sean suficientes para garantizar el pleno empleo.

El análisis anterior indica que existe alguna forma de barrera inflacionaria, tal que, si el nivel de la actividad económica es mayor que esta barrera, la inflación tenderá a incrementar. Es importante resaltar que la naturaleza de esta barrera surge de la interacción entre la capacidad productiva y los reclamos sobre la distribución del ingreso.

El tercer conjunto de implicaciones (relacionado a los dos anteriores) es que las políticas deflacionarias, diseñadas para reducir la inflación, tiene efectos perjudiciales sobre el ritmo de la inversión y, por tanto, en el *stock* de capital. Debido a que la capacidad productiva se reduce (de lo que habría sido de otra forma) la inflación futura empeorará.

La cuarta implicación se refiere al contraste proveniente de la barrera inflacionaria que surge de las restricciones de la capacidad y de la *NAIRU*, como un fenómeno del mercado de trabajo. Esta última visión (como se cita en la primera sección) sugiere que la *NAIRU* (y la tasa natural de desempleo) depende de las características del mercado laboral, resaltándose su referencia a los problemas generados por el poder sindical, los salarios mínimos, los beneficios por desempleo, etcétera. Ahora puede observarse que éstas son características típicas del conjunto de la economía. Las leyes sobre los sindicatos, la regulación de los mercados laborales, los beneficios del desempleo y los salarios mínimos son características que se aplican al conjunto de la economía y no varían (en general) de una región a otra.⁹ En consecuencia, se sugiere que no es adecuado argumentar que las variaciones del desempleo observadas entre regiones de un

⁹ Hay excepciones a este planteamiento. Por ejemplo, el salario mínimo puede diferir entre regiones reflejando diferencias notorias en el costo de vida. En un sistema federal como el de EE.UU. también existen diferencias en las leyes de empleo.

país (entre áreas urbanas y rurales o entre grupos étnicos) pueden explicarse por variaciones de las características del mercado laboral de las regiones involucradas. Es más lógico suponer que las variaciones en el desempleo son consecuencia de la estructura industrial de una región a otra y de las variaciones en la estructura productiva y en la demanda de la producción de la región.

El último punto se refiere a la distribución del ingreso. La barrera inflacionaria depende del alcance del conflicto de la distribución del ingreso. Mayores reclamos de ganancias por parte de las empresas se reflejarían en una menor curva- p y, por tanto, la barrera inflacionaria involucraría menores salarios reales y menores niveles de empleo. Incrementos en los reclamos de los trabajadores se reflejarían en una curva- w superior y, en este caso, la barrera inflacionaria implicaría mayores salarios reales aunque menores niveles de empleo.

CONCLUSIONES

EL PLANTEAMIENTO de la teoría ortodoxa de la inflación coloca a la política monetaria y la “reforma” del mercado de trabajo en el centro de la política antiinflacionaria. Por el contrario, el planteamiento estructuralista de la inflación concibe que la política monetaria es inefectiva (e, incluso, dañina), poniendo énfasis sobre la inversión. Se requieren altos niveles de demanda para estimular la inversión y crear una capacidad productiva futura que facilite menores niveles de desempleo y de inflación.

BIBLIOGRAFÍA

- ARESTIS, P. y M. Sawyer (2002a), “The Bank of England macroeconomic model: its nature and implications”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 24(4), pp. 529-545.
- (2002b), “Can monetary policy affect the real economy?”, *Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper 355*.
- BHADHURI, A. y S. Marglin (1990), “Unemployment and the real wage: the economic basis for contesting political ideologies” *Cambridge Journal of Economics*, 14(4), pp. 375-393.

- FRIEDMAN, M. (1968), "The role of monetary policy", *American Economic Review*, 58, pp. 1-17.
- _____ (1970), *The Counter Revolution in Monetary Theory*, Londres, Occasional Papers, IEA.
- GORDON, R.J. (1997), "The time-varying NAIRU and its implications for economic policy", *Journal of Economic Perspectives* vol. 11 núm. 1, pp. 11-32.
- KALECKI, M. (1997), *Collected Works of Michał Kalecki: vol VII Studies in Applied Economics 1940-1967; Miscellanea*, editados por Jerzy Osiatyński, Oxford, Clarendon Press.
- _____ (1943), "The determinants of investment", en *Studies in Economic Dynamics*, Londres, Allen and Unwin.
- LAIDLER, D. y M. Parkin, (1975), "Inflation: a survey", *Economic Journal*, vol. 85 (4), pp. 741-809.
- MCCALLUM, B.T. (2001), "Monetary policy analysis in models without money", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 83(4), julio-agosto, pp. 145-160.
- MEYER, L.H. (2001), "Does money matter?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 83 (5), septiembre-octubre, pp. 1-15.
- SAMUELSON, P. y R. Solow (1960), "Analytical aspects of anti-inflation policy", *American Economic Review*, vol. 50 (2), pp. 177-194.
- SARGAN, J.D. (1964), "Wages and Prices in the United Kingdom: A Study in Econometric Methodology", en P.E. Hart, G. Mills y J.K. Whitaker (eds.), *Econometric Analysis for National Economic Planning*, Londres, Butterworths, pp. 25-63.
- SAWYER, M. (1982a), *Macro-economics in Question*, Brighton, Wheatsheaf Books and New York, M.E. Sharpe, 1982), pp. xiii + 190.
- _____ (1982b), "Collective bargaining, oligopoly and macro-economics", *Oxford Economic Papers*, vol. 34, núm. 3, noviembre, pp. 428-448.
- _____ (1999), "The NAIRU: a critical appraisal", *International Papers in Political Economy*, vol. 7, núm. 2, pp. 1-39 (reimpreso en P. Arestis and M. Sawyer (eds)), *Money, Finance y Capitalist Development*, Aldershot, Edward Elgar, 2001.
- _____ (2002), "The NAIRU, aggregate demand and investment", *Metroeconomica*, vol. 53, núm. 1, pp. 66-94.

GUADALUPE MÁNTEY DE ANGUIANO

*Salarios, dinero e inflación en economías
periféricas: un marco teórico alternativo
para la política monetaria*

INTRODUCCIÓN

LA DESREGULACIÓN y apertura de los mercados financieros, junto con el establecimiento de regímenes cambiarios flexibles, han colocado a la política monetaria como piedra angular de la estabilidad macroeconómica.

A fin de facilitar la labor de sus bancos centrales, los gobiernos de un gran número de países, entre ellos México, les han conferido autonomía de gestión, con el objetivo prioritario de mantener la estabilidad de los precios internos.

La teoría en que se basan los modelos convencionales de banca central explica la inflación como un fenómeno monetario, que surge cuando la oferta de dinero excede a su demanda. Bajo este enfoque, la oferta monetaria es exógena, determinada por la oferta de reservas del banco central, y el multiplicador bancario, que es una variable predecible en el corto plazo.

La validez de este paradigma, sin embargo, ha sido objeto de controversia durante las últimas tres décadas, como resultado de investigaciones empíricas y desarrollos teóricos que rechazan la independencia de la oferta monetaria respecto a los factores que determinan su demanda (Wray, 1990). Entre los factores que causan la endogeneidad del dinero se destaca el compromiso de los bancos centrales con la estabilidad del sistema de pagos (Chick, 1989); y el papel que juega el dinero en la producción, y que determina una relación causal desde la demanda de crédito hacia la oferta de depósitos, y no a la inversa, como sostiene la teoría convencional (Rochon, 1999).

La endogeneidad del dinero invalida la teoría cuantitativa de los precios y obliga a buscar una explicación alternativa al fenómeno inflacionario, así como al mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Los bancos centrales han ido percatándose de las debilidades del modelo convencional, y han modificado sus objetivos intermedios de política, abandonando las reglas sobre el crecimiento de los agregados monetarios, y sustituyéndolas por metas anunciadas de inflación.

El nuevo esquema de política monetaria reconoce la endogeneidad del dinero, pero no hace explícito un nuevo paradigma para explicar la inflación. La política monetaria basa su efectividad en el manejo de las expectativas de inflación, mediante una comunicación transparente entre el banco central y el público, que genere confianza y dé lugar al autocumplimiento de las expectativas (véase capítulo de Le Heron en este mismo libro).

El manejo de las expectativas es efectivo para detener la inflación inercial, pero no resuelve las causas profundas del fenómeno, por lo que eventualmente se enfrenta a la barrera inflacionaria. Esto sucedió en México, cuando se aplicó el modelo heterodoxo de estabilización, basado en el anclaje del tipo de cambio nominal; en una primera etapa, la estrategia fue exitosa, pero el deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos, y la crisis cambiaria posterior, evidenciaron las raíces estructurales de la inflación, que no habían sido atendidas.

En este trabajo, se pretende construir un marco teórico alternativo para la política monetaria antiinflacionaria, que sea capaz de explicar el diferente comportamiento de los precios en países industrializados y en desarrollo, y a través del cual se pueda conocer el mecanismo de transmisión de las medidas del banco central.

Para este fin, se reunió un conjunto de aportes a la teoría de los precios y la distribución del ingreso en condiciones de competencia imperfecta, que permiten explicar dos peculiaridades de la inflación en países subdesarrollados: por una parte el traspaso magnificado de las variaciones del tipo de cambio a los precios

internos; y por otra parte, la relación *inversa* entre el crecimiento del costo unitario de la mano de obra y la tasa de inflación, que se observa en México.

El trabajo se divide en cinco secciones. La primera resume los argumentos en que se ha sustentado la endogeneidad del dinero.

En la segunda sección, se analizan las implicaciones de la endogeneidad del dinero en el paradigma convencional, que contempla la inflación como un fenómeno monetario; y se revisan otras hipótesis teóricas sobre los determinantes de los precios, con las cuales se integra un modelo alternativo, aplicable a economías con diferentes grados de desarrollo.

En la tercera sección, se utiliza el modelo propuesto para explicar el traspaso magnificado del tipo de cambio a la inflación en México.

Las dos últimas secciones están dedicadas a investigar las causas del efecto invertido del costo unitario de la mano de obra sobre la tasa de inflación, y sus implicaciones para las políticas monetaria y salarial. Con base en los postulados de la teoría de los mercados de trabajo segmentados, se precisan las relaciones entre el crecimiento de los salarios, las variaciones del empleo, y la determinación del precio en empresas que operan bajo condiciones de competencia oligopólica. La conclusión más relevante a la que se llega, y que concuerda con la evidencia estadística de México, es que los incrementos en las remuneraciones a los trabajadores no tienen impacto inflacionario, porque son administrados en mercados internos de las empresas, y el empleo ofrecido opera como estabilizador de la participación del trabajo en el ingreso generado.

ENDOGENEIDAD DEL DINERO Y SUS IMPLICACIONES EN EL PARADIGMA CONVENCIONAL

LOS MODELOS convencionales de política de banca central asumen que la oferta de dinero está determinada por la base monetaria, que es una variable exógena a través de la cual el banco central influye en la economía; y el multiplicador de crédito, que depende de hábitos, preferencias y regulaciones bancarias, por lo que se considera

una variable predeterminada. Suponen, asimismo, que la demanda de dinero es estable, y que el nivel de precios es la variable que se ajusta para lograr el equilibrio del mercado monetario.

El comportamiento del nivel de precios se analiza con base en la curva de Phillips, agregando expectativas racionales. La tasa de inflación se explica en términos de la brecha entre el producto observado y el potencial, la inflación pasada y las expectativas de inflación futura (véase capítulo de Sawyer en este mismo libro).

Así, la inflación se atribuye a un exceso de demanda, el cual puede ser contenido limitando la expansión de la base monetaria.

El paradigma típico supone que predomina la libre competencia, y concede escasa atención a los fenómenos de la economía internacional; la atención suele centrarse en los procesos de formación de expectativas en el mercado laboral (Aybar y Harris, 1998), que son los que determinarían el grado de desempleo en una economía cerrada, bajo los supuestos anotados. Cuando el análisis se amplía a la economía abierta, la atención se centra en el efecto de la política monetaria sobre la tasa de interés en el corto plazo, asumiendo que se cumple la teoría de la paridad de tasas de interés, y que de esta forma el banco central influye sobre el tipo de cambio.

El comportamiento de los salarios nominales normalmente se explica por el grado de desempleo, por las expectativas de los trabajadores respecto a la inflación futura, y por el nivel de salarios reales al que aspiran (Arestis y Sawyer, 2003). En el paradigma convencional de política de banca central, el crecimiento de los salarios por encima de la productividad laboral, y su repercusión inflacionaria, se atribuye a errores en la formación de expectativas de los trabajadores.

El modelo supone que el banco central, al decidir la oferta de reservas a los bancos comerciales, cuenta con un instrumento que le permite determinar la oferta monetaria y la tasa de inflación, ya que la demanda de dinero es estable (Barro y Gordon, 1983).

El modelo convencional depende crucialmente del supuesto de exogeneidad de la oferta monetaria (Friedman, 1956); si éste no se cumple, y los factores que determinan la demanda de dinero

influyen en la conducta del banco central y/o en la de los bancos comerciales, entonces el nivel de precios queda indeterminado.

Durante las últimas tres décadas, la investigación empírica y la discusión teórica han aportado importantes argumentos a favor de la endogeneidad del dinero.

Dentro de la corriente de pensamiento poskeynesiana, destacan dos posiciones que sustentan la endogeneidad del dinero, apoyadas en diferentes argumentos. Por un lado, están los teóricos que atribuyen la endogeneidad a la evolución de los sistemas financieros durante el último medio siglo, y la adaptación que han experimentado los bancos centrales; por otro lado, están los teóricos del circuito monetario, que consideran la endogeneidad como una cualidad inherente al dinero fiduciario en una economía capitalista.

Para los representantes del primer grupo, la oferta monetaria dejó de ser una variable exógenamente determinada por el banco central como consecuencia de dos fenómenos. En primer lugar, los cambios institucionales que redujeron la dependencia de los bancos comerciales respecto a la liquidez del banco central, tales como las innovaciones en los medios de pago; las líneas de crédito contingente; la titularización de préstamos; los mercados interbancarios de reservas; la desregulación del crédito; y la apertura de los sistemas bancarios, que han permitido el fondeo externo de los intermediarios financieros. Estos cambios han contribuido a que los bancos comerciales gestionen sus pasivos con posterioridad a sus decisiones de otorgamiento de crédito; de modo que ahora la demanda de préstamos determina los depósitos, y no al revés, como postula la teoría convencional (Chick, 1989; Palley, 1994; Wray, 1990; Niggle, 1991; entre muchos otros).

En segundo lugar, el compromiso de los bancos centrales con la seguridad del sistema de pagos ha ocasionado que la oferta de base monetaria se adapte a la demanda. Al respecto, se ha señalado que los bancos centrales no pueden rehusarse a satisfacer la demanda de base monetaria más que a riesgo de causar fragilidad en el sistema bancario (Dow y Rodríguez, 1998); y que el buen funcionamiento del sistema de pagos es esencial para que el di-

nero sirva de medio de pago, por lo que debe ser considerado como el primer objetivo del banco central (Fry *et al.*, 1999).

Los teóricos del circuito monetario argumentan que la endogeneidad del dinero se debe a factores más esenciales, que se derivan del papel que juega el crédito en el proceso productivo. Para ellos, el crédito cierra la brecha entre el gasto deseado y el flujo de caja. De acuerdo con la práctica normal, para que la producción se inicie, alguien debe dar un adelanto; y toda empresa que tiene un contrato de producción, puede obtener crédito. Consecuentemente, la dirección de causalidad va de las decisiones de producción al incremento en la cantidad de dinero, y no a la inversa como postula la teoría convencional (Lavoie, 1996; Arestis y Eichner, 1988).

Estos teóricos no sólo postulan que la oferta de dinero es endógena, sino que rechazan la idea de que la oferta de dinero pueda diferir de su demanda (Rochon, 1999).

El reconocimiento a la endogeneidad de la oferta monetaria destruye las bases de la teoría cuantitativa de los precios. Si la demanda de dinero crea su propia oferta, el nivel de precios no es la variable que equilibra el mercado monetario. Consecuentemente, la dicotomía neoclásica es inválida, y la tasa de inflación no puede ser explicada como un fenómeno monetario.¹ La discusión sobre la neutralidad del dinero también se vuelve irrelevante; pues queda claro que el efecto real de un incremento en la cantidad de dinero dependerá del uso al que se le destine (Dow y Rodríguez, 1998).

En el marco teórico del modelo convencional, y atendiendo al papel crucial que en él desempeñan las expectativas de inflación (para determinar el comportamiento presente de los precios y el nivel de actividad económica a corto plazo), la literatura ortodoxa sobre política económica enfatizó la conveniencia de establecer reglas monetarias y un marco institucional que limitaran la discrecionalidad del banco central, a fin de aumentar su credibilidad y reducir la tasa de inflación de largo plazo (Barro y Gordon, 1983; Rogoff, 1985). Bajo la influencia de esta corriente de pensamiento,

¹ El argumento es válido también para rechazar la teoría de la tasa de interés de la síntesis neoclásica. En la teoría del dinero endógeno, la tasa de interés del banco central es una variable exógena, políticamente determinada, con base en la función de reacción de la autoridad monetaria.

numerosos bancos centrales fueron dotados de autonomía; y se difundió la práctica de establecer, como objetivo intermedio de la política monetaria, el crecimiento de algún agregado monetario clave.

En la práctica, sin embargo, el establecimiento de reglas fijas resultó inoperante. Frecuentemente se observó que la inflación excedía la meta fijada aunque el crecimiento del agregado monetario se había mantenido dentro de los límites previstos; o bien, que la meta de inflación se había cumplido, no obstante que la regla establecida para el agregado monetario se había rebasado (Kregel, 1996).

En opinión de algunos autores, esto se debió a que el fenómeno de la desregulación financiera a nivel mundial afectó la estabilidad de las funciones de demanda de dinero a largo plazo (Laidler, 1990). Otros, simplemente lo atribuyeron a la falta de realismo del paradigma convencional (Blinder, 1998).

El hecho sobresaliente es que la conducción de la política monetaria a través de reglas monetarias se ha abandonado, y ha sido sustituido por un nuevo régimen de control monetario basado en el establecimiento de metas de inflación. El nuevo procedimiento no se ha sustentado explícitamente en un paradigma teórico diferente al anterior; aunque reconoce la endogeneidad de la oferta monetaria. Esto da lugar a inconsistencias, cuando se utilizan argumentos del modelo teórico convencional para explicar el comportamiento del nivel de precios.

El nuevo régimen monetario constituye un método para anclar las expectativas inflacionarias, es decir, para abatir la inflación inercial, pero no aporta una teoría sobre los determinantes de la inflación, ni precisa el mecanismo de transmisión de las medidas de política monetaria.

El reconocimiento a la endogeneidad del dinero obliga a buscar una explicación a la inflación diferente a la teoría cuantitativa, y consistente con el proceso microeconómico de formación de precios. En tanto no se disponga de un modelo realista de determinación de precios, la estrategia de estabilización a través del anuncio de metas de inflación, que induce un juego de expectativas auto-cumplidas, puede ser sólo un remedio temporal, que se desva-

nezca en cuanto la economía se enfrente a las barreras inflacionarias reales. Una situación así se dio en México cuando se aplicaron programas de choque heterodoxo, que congelaron el tipo de cambio y abatieron la inflación inercial rápidamente, pero los cuales, al no resolver los problemas estructurales de la balanza de pagos, se vieron impotentes para mantener la estabilidad cambiaria y de precios en el mediano plazo.

En la siguiente sección, se analizarán algunos aportes a la teoría de los precios que, por contemplar condiciones de competencia imperfecta y dependencia tecnológica, se consideran más realistas para representar el fenómeno inflacionario en países en desarrollo. Un elemento común a este conjunto de teorías es que explican la inflación como resultado de un conflicto en la distribución del ingreso entre los factores de la producción, y no como un fenómeno puramente monetario.

MODELOS DE INFLACIÓN POR CONFLICTO DISTRIBUTIVO

POR LA BREVEDAD del espacio que ofrece este capítulo, nos concentraremos en tres géneros de modelos de determinación de precios, que disienten de la teoría cuantitativa. El primer grupo enfatiza el papel que juega el grado de monopolio en la solución del conflicto distributivo que genera la inflación. El segundo destaca las características de las economías en desarrollo, y la diferente naturaleza del fenómeno inflacionario en relación con las economías industrializadas. Finalmente, se propone un tipo de modelo mixto, en el que se considera tanto el poder de mercado de las empresas líderes de precios, como el desequilibrio estructural del comercio exterior, para explicar el traspaso magnificado del tipo de cambio en las economías periféricas.

Teorías de precios en competencia imperfecta

La teoría cuantitativa del dinero presupone condiciones de competencia perfecta, incluyendo la ausencia de incertidumbre y la com-

pleta flexibilidad de todos los precios, lo que lleva al equilibrio con pleno empleo.

Kalecki (1956) cuestionó la validez de estos supuestos en una economía capitalista moderna, y elaboró una teoría para explicar los precios de los productos manufacturados y la distribución del ingreso bajo condiciones de competencia imperfecta. En su modelo, las empresas trabajan por debajo de su máxima capacidad, lo que determina costos variables unitarios constantes en el rango relevante de la demanda, y costos totales unitarios decrecientes. El precio al cual un empresario vende su producto (p) depende de su costo primo unitario (c), del grado de monopolio de la empresa (m), y del precio medio en la rama de actividad (P):

$$p = mc + nP$$

Para la rama de actividad, el precio está dado por el costo primo unitario promedio de las empresas que participan en ella (C) y el grado de monopolio:

$$p = mC + nP$$

De donde se deduce que el margen del precio sobre el costo primo unitario es una función del grado de monopolio en la actividad.

$$P/C = m/(1-n)$$

Kalecki no extendió su teoría para explicar las variaciones en el grado de monopolio. Esta tarea ha sido realizada por teóricos poskeynesianos, tras la crítica que Keynes (1936) hiciera a la dicotomía entre el sector real y el financiero implícita en la teoría cuantitativa del dinero.

En el modelo para el corto plazo de Keynes, con salarios y precios rígidos, la oferta agregada era elástica, y el ingreso real era la variable que se ajustaba para igualar la oferta con la demanda. En el largo plazo, sin embargo, esta explicación no era sostenible, pues no podría haber un equilibrio dinámico con desempleo.

A partir de la teoría de la demanda efectiva de Keynes, Kaldor (1957) elaboró una teoría del crecimiento, con la que pretendió

explicar simultáneamente la acumulación de capital, la distribución del ingreso y el nivel de los precios. En su modelo, los contratos salariales se negocian en términos monetarios; y predomina la competencia imperfecta. Debido a estas dos características, los desajustes entre la oferta y la demanda agregadas se resuelven mediante cambios en la participación de las utilidades en el producto (U/Y).

Cuando la inversión deseada excede al ahorro disponible ($I > S$), los empresarios incrementan sus utilidades, elevando el precio. El límite hasta el cual puede subir el precio está determinado por el salario mínimo real que aceptarían los trabajadores. Antes de llegar a esta barrera inflacionaria, con las propensiones al ahorro de los capitalistas y los trabajadores dadas, el equilibrio dinámico se logra a través de cambios en la participación de las utilidades en el ingreso:

$$U/Y = f(I/Y)$$

Kaldor no consideró el impacto del crédito bancario en su modelo. En un trabajo posterior, Eichner (1973) combina las ideas de Kalecki y de Kaldor, en un modelo que explica el margen del precio sobre el costo primo unitario, bajo condiciones de oligopolio, como función de la inversión deseada por la empresa líder, y las condiciones imperantes en el mercado financiero.

Eichner parte de la evidencia empírica en la industria norteamericana, que revela que los precios de los productos manufacturados tienen escasa relación con las condiciones de la demanda. Para él, esto se debe a que la empresa líder de precios en cada actividad establece su nivel de oferta en el punto en que la demanda es inelástica al precio.

Eichner coincide con Kaldor en que la acumulación de capital planeada por la empresa, y su necesidad de generar fondos internos para financiarla, determinan el margen del precio sobre el costo unitario; pero incorpora a su análisis tanto la tasa de interés a la cual se pueden conseguir fondos en el mercado financiero, como el costo implícito que tendrían los fondos internos generados mediante la elevación del precio. Este costo dependerá de la contracción de las

ventas que cause en el futuro, y aumentará en proporción directa al monto de recursos obtenidos.

De esta manera, el precio del producto está condicionado por el costo unitario de producción, la inversión planeada, y la igualdad entre la tasa de interés vigente y el costo implícito de los fondos internos.

Como puede apreciarse, este modelo de determinación de precios conduce a resultados agregados totalmente opuestos a la teoría cuantitativa. Una expansión del crédito, en tanto sea dirigida a financiar la acumulación de capital de las empresas líderes de precios, tiene efectos deflacionarios en la economía.

Otros teóricos poskeynesianos, que consideran la creación del dinero imbricada en el proceso de producción, llegan a resultados similares (Rochon, 1999; Arestis y Sawyer, 2003; Lavoie, 1996; Davidson, 1986).

Teoría estructuralista de la inflación

El segundo grupo de modelos que rechazan el origen monetario de la inflación, y la explican como manifestación de un conflicto distributivo, son los estructuralistas. Estos modelos parten de la teoría de las relaciones centro-periferia, iniciada en la CEPAL a mediados del siglo pasado, y destacan la dependencia de los países en desarrollo respecto a tecnología y bienes de capital producidos en los países industrializados.

Para Prebisch (1983), la inflación en economías periféricas se originaba en un desequilibrio estructural de la balanza de pagos, debido a que la elasticidad ingreso de las importaciones de bienes manufacturados era superior a la elasticidad ingreso de las exportaciones de productos primarios. Este desequilibrio no se podía resolver con ajustes de precios, pues la devaluación, con una oferta inelástica de productos primarios, y alta dependencia tecnológica, exacerbaba la inflación.

Otros teóricos estructuralistas, como Noyola (1957) y Pinto (1975), destacaron el conflicto distributivo que propagaba las presiones inflacionarias básicas. Para ellos, la estructura social y el

poder de negociación de las distintas clases sociales eran factores determinantes de la espiral precios-salarios; y junto con el escaso desarrollo de los mercados de capital, explicaban la relación causal del incremento en el gasto nominal hacia la expansión de la oferta monetaria, y no a la inversa, como postulaba la teoría cuantitativa.

Dado que el marco institucional está históricamente determinado, estos teóricos afirmaban que el fenómeno inflacionario tendría manifestaciones diferentes en cada país (Lustig, 1988).

Las ideas centrales del estructuralismo cepalino, referentes a la dependencia externa de los países en desarrollo y los conflictos distributivos que causan la inflación, han sido retomadas en dos tipos de modelos posteriores: los neoestructuralistas y los modelos de choque heterodoxos.

El neoestructuralismo intenta explicar los procesos hacia el equilibrio en economías semiindustrializadas, las cuales tipifica como altamente dependientes de importaciones de bienes de capital y tecnología. Supone que en ellas el salario nominal se determina institucionalmente, por conflicto de clases; y que predomina la competencia monopólica, por lo que los precios se fijan mediante un margen sobre los costos unitarios básicos (B), que se pueden expresar como la suma de los salarios y los insumos importados por unidad de producción (Taylor, 1983, 1992).

En el modelo de Taylor (1992), el margen de utilidad y la tasa de salarios nominales son resultado de las negociaciones entre trabajadores y empresarios, y ambas dependen (con signos opuestos) del grado de utilización de la capacidad instalada. Este autor supone que al reducirse la capacidad ociosa, los salarios monetarios tienden a aumentar, y el margen de beneficio tiende a disminuir, por lo que no se puede establecer *a priori* el efecto neto del desempleo sobre la tasa de inflación.

Además del costo básico y el margen de utilidad, el modelo de Taylor contempla otro elemento inflacionario, dado por el costo financiero del capital de trabajo, y representado por la tasa de interés, por lo que la tasa de inflación se puede expresar como una función del grado de utilización de la capacidad instalada (u), la

tasa de interés (i), la tasa de devaluación (e), y la tasa de crecimiento de los precios externos de los insumos importados (P^*):

$$P = f(u, i, e, P^*)$$

A diferencia de los primeros estructuralistas, y de los teóricos poskeynesianos del dinero endógeno, Taylor se adhiere a la teoría neoclásica al suponer que la oferta monetaria es exógena (determinada por la base monetaria y el multiplicador de crédito), y la tasa de interés es el precio que equilibra la oferta y la demanda de liquidez.

Se puede apreciar que en este modelo, la devaluación de la moneda no genera un efecto magnificado en la tasa de inflación, como en el modelo de la CEPAL. La devaluación sólo eleva el costo básico por el aumento en el precio de los insumos importados, y en proporción a su ponderación en el producto; pero además *reduce* el costo financiero. Esto se debe a que la depreciación de la moneda conlleva una expansión de la liquidez, que tiende a disminuir la tasa de interés. Este efecto obedece a la monetización del incremento en el valor de la reserva internacional, expresada en moneda nacional al nuevo tipo de cambio, y la consecuente expansión del crédito.

El segundo tipo de modelos para explicar la inflación, derivados del estructuralismo latinoamericano, fue el de los modelos heterodoxos de estabilización, aplicados en América Latina en la década de los ochenta.

Estos modelos se centraron en la teoría de la inflación inercial, y destacaron el conflicto distributivo que la propaga, sin pretender profundizar en las causas básicas o estructurales del fenómeno (Ibarra, 1987). Su esquema de política buscó anclar las expectativas de precios, reduciendo la incertidumbre mediante la concertación de algunos precios clave, como el tipo de cambio, la tasa nominal de salarios, y los bienes y servicios proporcionados por el sector público.

Los modelos heterodoxos, a diferencia del estructuralismo original, aceptaron incorporar algunas recomendaciones del paradigma convencional, tales como la eliminación del déficit fis-

cal y el alineamiento del tipo de cambio, como prerrequisitos de su estrategia de política.

Estos esquemas de política tuvieron éxito en abatir rápidamente la tasa de inflación, pero lo lograron sólo de manera temporal, y al costo de una redistribución negativa del ingreso. Finalmente, los determinantes básicos de la inflación se hicieron presentes, cuando el desequilibrio estructural de la cuenta corriente de la balanza de pagos causó la reversión violenta de los flujos de capital, y la crisis cambiaria puso fin a la concertación que pretendía anclar el tipo de cambio nominal.

Un modelo mixto de inflación por conflicto distributivo

En esta parte, trataremos de integrar los elementos esenciales de los modelos poskeynesianos y estructuralistas revisados, a fin de construir un aparato teórico capaz de explicar las peculiaridades del proceso inflacionario en los países en desarrollo. Primeramente, describiremos una extensión del modelo poskeynesiano que se ha usado para analizar el traspaso incompleto del tipo de cambio en países industrializados; y después haremos las adecuaciones necesarias para aplicarlo a una economía semiindustrializada.

El modelo de determinación de precios con oligopolio de Eichner, que se describió en la primera parte de esta sección, fue retomado por Arestis y Milberg (1994), como base para explicar el traspaso incompleto del tipo de cambio en los países industrializados. En su nueva versión del modelo, el traspaso de una apreciación cambiaria a los precios de los productos comerciados internacionalmente es incompleto, porque las empresas del país cuya moneda sube de valor optan por reducir su margen de ganancia, cuando el ajuste cambiario incrementa la competitividad de las empresas rivales.

Estos autores definen el precio unitario (P) como el costo variable unitario (CV), más la suma de los costos fijos (CF) y los fondos

internos necesarios para acumulación (*FI*), ambos estimados por unidad de producción a ocupación normal de la planta (*PROD*):

$$P = AVC + (CF + FI)/(PROD)$$

Para la empresa extranjera, el precio se definiría multiplicando el lado derecho de la ecuación por el tipo de cambio (*e*). El traspaso del tipo de cambio al precio no sólo depende de cómo afecte al costo variable, sino del impacto que tenga en: i) los planes de inversión de la empresa; ii) la elasticidad de la demanda y el costo estimado de los fondos internos; y iii) la tasa de interés en el mercado financiero.

Arestis y Milberg aplican su modelo a un país desarrollado, en cuyo mercado operan empresas locales y extranjeras; y advierten que una devaluación de la moneda local incrementa el costo de los fondos internos sólo para la empresa extranjera, ya que sus costos, expresados en la moneda local, aumentan. Esto hace que, para mantenerse competitiva, tenga que reducir el margen sobre costos, lo que implica un traspaso incompleto del tipo de cambio.

Adaptando este mismo modelo a una economía en desarrollo, y suponiendo que en ésta el poder de mercado de la empresa oligopólica local está sustentado en la tecnología y los bienes de capital importados, los efectos de una devaluación serán opuestos a los esperados en una economía industrializada.

En una economía en desarrollo, el traspaso del tipo de cambio se verá magnificado por las siguientes razones:

- Porque al devaluarse la moneda, el monto de los fondos internos requeridos para financiar la inversión planeada tendrá que elevarse, ya que los bienes de capital y la tecnología son importados.
- Porque al elevarse los costos de los competidores foráneos, el poder de mercado de la empresa oligopólica local se verá incrementado, lo que la inducirá a elevar el margen de utilidad sobre costo (Palley, 2002).

- Porque dado el previsible efecto inflacionario de la devaluación, es probable que la autoridad monetaria eleve la tasa de interés.
- Porque la contracción de la demanda interna, a consecuencia de la devaluación y el alza de los tipos de interés, incrementará la elasticidad de la demanda, y por lo tanto, el costo estimado de los fondos internos.

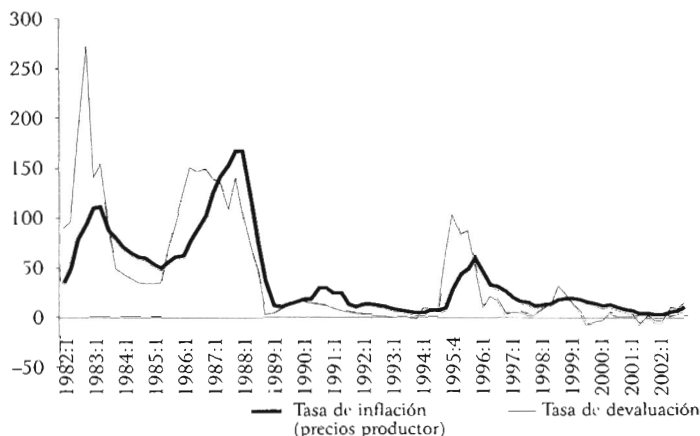
Este modelo muestra dos ventajas respecto a los anteriormente expuestos. Por un lado, permite explicar conjuntamente los efectos del grado de monopolio y de la dependencia externa, en países en desarrollo. Por otro lado, es suficientemente general para abrigar dos casos especiales extremos de influencia del tipo de cambio en la tasa de inflación: el traspaso magnificado característico de los países periféricos, y el traspaso incompleto que se manifiesta en los países centrales. Atendiendo a estas consideraciones, en las próximas secciones tomaremos este modelo como marco analítico para interpretar el fenómeno inflacionario en México.²

TRASPASO MAGNIFICADO DEL TIPO DE CAMBIO

MÉXICO constituye un caso típico de inflación estructural. En la gráfica 1, puede apreciarse el efecto magnificado de las variaciones en el tipo de cambio sobre la tasa de inflación. Aun cuando las importaciones equivalen a menos de la tercera parte del producto interno bruto, la elasticidad del índice de precios al consumidor respecto al tipo de cambio es superior a la unidad. Las pruebas de causalidad indican sistemáticamente que los cambios en la tasa de devaluación preceden a las variaciones de la tasa de inflación (Martínez *et al.*, 2001), y no a la inversa como sostiene la teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPA).

²En su investigación sobre el traspaso del tipo de cambio a los precios internos de los bienes importados por México, antes y después de la apertura comercial, González (1998) encuentra que la intensidad del fenómeno ha tendido a descender, pasando de 1.08 en el periodo 1980-1984, a 0.82 en el periodo 1985-1993. El autor lo atribuye a una mayor elasticidad de la demanda de importaciones, por efecto de la ampliación de la oferta, al eliminarse las licencias de importación y reducirse los aranceles. Esta explicación es congruente con nuestro modelo, pero es insuficiente para explicar el alto traspaso del tipo de cambio a la tasa de inflación interna.

GRÁFICA I INFLACIÓN ESTRUCTURAL



Durante cerca de medio siglo, los periodos de baja inflación en México han estado asociados al anclaje del tipo de cambio nominal; ejemplos de ello han sido la etapa del desarrollo estabilizador (1958-1976), en que el tipo de cambio era fijo, y la etapa de los pactos económicos (1988-1994), en que la depreciación fue pequeña, gradual y concertada. Sin embargo, la experiencia ha demostrado que esta política antiinflacionaria no es sostenible en el largo plazo, si no resuelve los problemas estructurales que determinan el desequilibrio en la balanza comercial.

El modelo de choque heterodoxo aplicado en México, al reducir la incertidumbre y proporcionar un ancla a las expectativas inflacionarias, redujo rápidamente la inflación; pero la resultante apreciación de la moneda, y su manifestación en un creciente déficit de comercio, finalmente condujeron a la reversión de capitales que causó la crisis cambiaria y financiera de 1994.

A partir de entonces, la política antiinflacionaria del banco central ha variado, aunque más en la forma que en el fondo. El anclaje del tipo de cambio nominal es menos evidente, pero se mantiene; y con él, los riesgos de una reversión violenta de capitales que conduciría a una nueva crisis cambiaria y financiera.

A partir de 1997, el Banco de México modificó su objetivo intermedio de política, y sustituyó el control de la base monetaria por un esquema de metas multianuales de inflación. Este mecanismo tiene el propósito de abatir la inflación mediante el manejo de las expectativas, estableciendo una comunicación continua y transparente entre la autoridad monetaria y los agentes económicos, a través de la cual se sostiene la credibilidad de la autoridad monetaria (véase capítulo de Le Heron, en este mismo libro). El mecanismo a través del cual el banco central comunica sus señales al público, y fortalece su credibilidad, es el objetivo de saldos acumulados de reservas que impone a la banca comercial, y el corto, o sea la fracción de la base monetaria que se rehúsa a proveer a la tasa de mercado, y sobre la cual aplica una tasa punitiva.

La respuesta pronta y visible del banco central a los elementos perturbadores que influyen sobre el mercado de cambios, mediante la modificación del corto, ha mostrado tener el efecto deseado en las expectativas del público, tanto en lo concerniente a la evolución futura del tipo de cambio, como a la tasa de inflación.

El mecanismo de transmisión, sin embargo, es diferente al que supone la teoría convencional. Para ésta, la restricción de liquidez del banco central eleva la tasa de interés y causa una apreciación del tipo de cambio; al mismo tiempo que la mayor tasa de interés contrae la demanda interna, y abate los precios. Al estimar modelos VAR para explicar las relaciones entre la tasa de interés de fondeo, el tipo de cambio y el objetivo de saldos acumulados, Castellanos (2000) encontró que la dirección de causalidad va del tipo de cambio a la tasa de interés, *pero no a la inversa*, como supone la teoría de la paridad de tasas de interés. También descubrió que el corto no tiene una relación sistemática con la tasa de fondeo; pero entre el corto y el tipo de cambio hay causalidad en las dos direcciones. Estos resultados sugieren que la efectividad del corto se basa en un manejo de las expectativas que conduce a profecías autocumplidas, como sugiere Le Heron.

Este tipo de política antiinflacionaria es, por lo tanto, similar a la propuesta por los modelos heterodoxos, y su éxito está supeditado a que los parámetros fundamentales de la economía no se

aparten demasiado de sus niveles de equilibrio; o a que las condiciones del mercado financiero internacional no se modifiquen desfavorablemente para el país. Ambos condicionantes son difíciles de mantener cuando el tipo de cambio real desciende (la moneda se sobrevalúa), y el déficit comercial aumenta. Finalmente, el desequilibrio en el comercio exterior, como señalaban los estructuralistas de la CEPAL, obliga a devaluar la moneda y la estrategia antiinflacionaria fracasa.

Los países que lograron eliminar el traspaso magnificado del tipo de cambio a la inflación interna, como los tigres del sudeste asiático, siguieron una estrategia de industrialización orientada a reducir la diferencia entre la elasticidad ingreso de las importaciones y la de las exportaciones; y la instrumentaron con medidas tendientes a generar recursos financieros para la acumulación de capital de las empresas, evitando así la redistribución inflacionaria del ingreso (Lall, 1997; Gore y Akyüz, 1996).

En tanto no se resuelvan los problemas estructurales que originan el traspaso magnificado del tipo de cambio, y se preste mayor atención a los factores que determinan el margen de utilidad sobre los costos y los salarios, la política monetaria basada en el anclaje de las expectativas inflacionarias resultará inviable en el largo plazo.

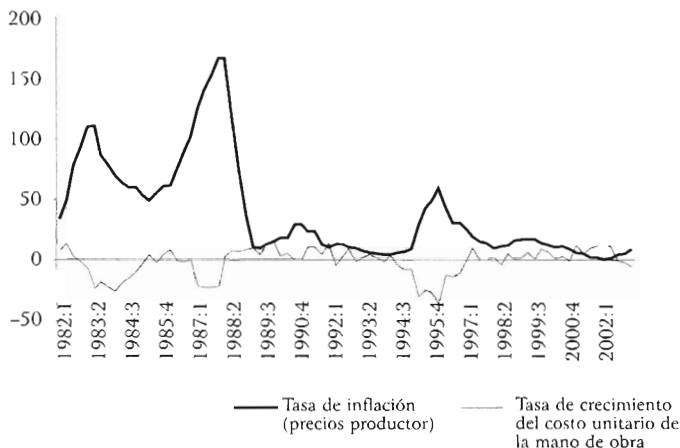
COSTO LABORAL UNITARIO E INFLACIÓN

EL SABER convencional asume una relación directa entre el costo salarial unitario y la tasa de inflación. Incluso los modelos de determinación de precios en condiciones de competencia imperfecta y la teoría estructuralista de la inflación están de acuerdo en esta premisa. No obstante, en México la relación entre la tasa de crecimiento del índice de precios al productor y el costo unitario de la mano de obra en la industria manufacturera es claramente negativa, como lo ilustra la gráfica 2.

Para explicar esta paradoja, es preciso considerar tres elementos: primeramente, la relación negativa que se da entre la inversión productiva y el tipo de cambio en una economía subdesarrollada; en segundo lugar la relación directa que hay entre la acumulación

de capital y el crecimiento del empleo; y finalmente, la influencia positiva que la inversión tiene en la productividad de la mano de obra.

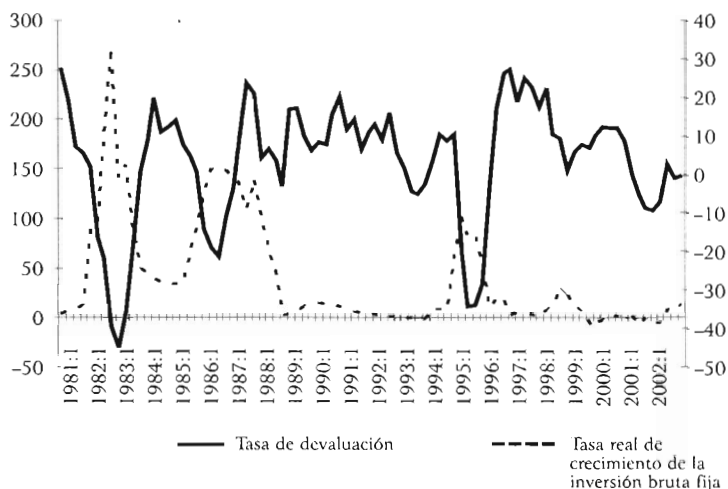
GRÁFICA 2
COSTO LABORAL UNITARIO E INFLACIÓN



La inversión en planta compete con otras formas de inversión de portafolio, y depende de los rendimientos alternativos que éstas ofrezcan. En una economía en desarrollo, con mercados de capital estrechos y delgados, y sujeta a fuertes choques externos que causan amplias variaciones en su tipo de cambio, la tenencia de activos en moneda extranjera rivaliza con la inversión productiva, pues los índices accionarios amplifican las variaciones de los tipos de cambio (Kamin *et al.*, 1998). La gráfica 3 muestra la relación inversa entre la tasa de acumulación de capital fijo y la tasa de variación del tipo de cambio en México.

Por esta razón, en países como México, donde el traspaso del tipo de cambio a los precios internos es elevado, se aprecia que en los periodos de estabilidad cambiaria en que la inversión crece, y con ella la actividad económica en general, la tasa de inflación declina; por el contrario, cuando la moneda se devalúa, y la inversión se contrae, la tasa de inflación se eleva.

GRÁFICA 3
ACUMULACIÓN DE CAPITAL FIJO
Y ESPECULACIÓN CAMBIARIA

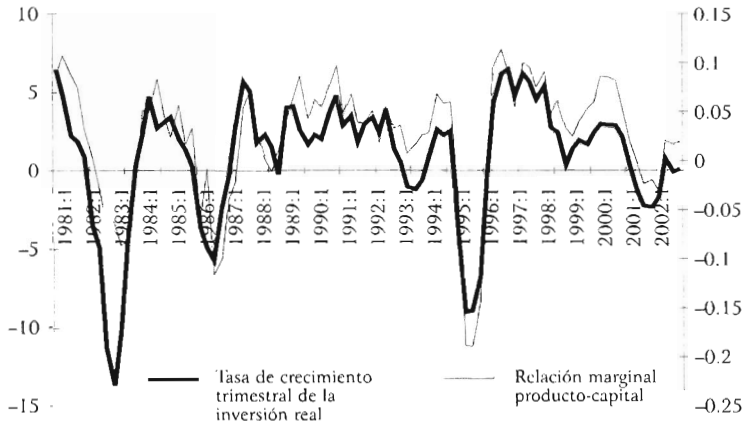


La inversión bruta, es decir incluyendo la reposición del equipo desgastado u obsoleto, involucra mejoras tecnológicas que, al elevar la productividad total, reducen el costo unitario de la mano de obra. En la gráfica 4 puede apreciarse la alta correlación que existe entre la tasa de crecimiento real de la inversión bruta fija, y la relación marginal producto-capital en México.

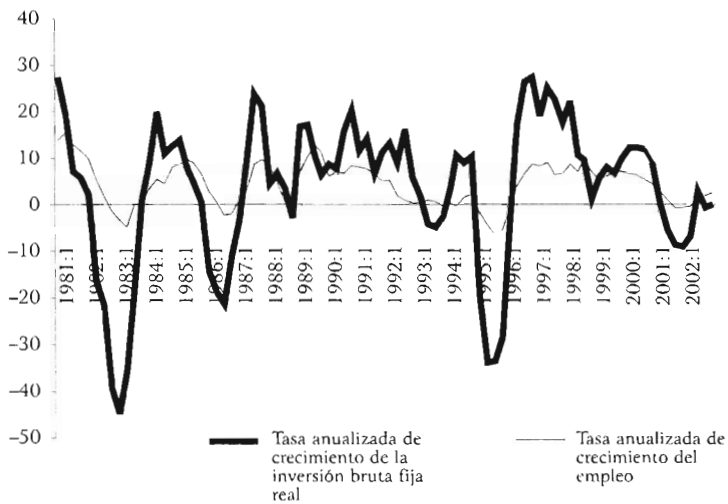
Por otra parte, la inversión también ocasiona un incremento en el empleo, que tiene el efecto contrario sobre la productividad laboral. En México, el coeficiente de correlación entre la tasa de crecimiento del empleo y la tasa de crecimiento real de la inversión bruta fija es de 0.74, aunque el rango de variación del empleo es mucho menor que el de la inversión, como se puede apreciar en la gráfica 5, lo cual es explicable por la protección que la ley otorga a los trabajadores en caso de despido.

Dado que el efecto neto de la acumulación de capital fijo sobre la productividad laboral depende directamente de su impacto en la demanda agregada, e inversamente de su efecto en el empleo, las variaciones en la producción por trabajador habrán de ser rela-

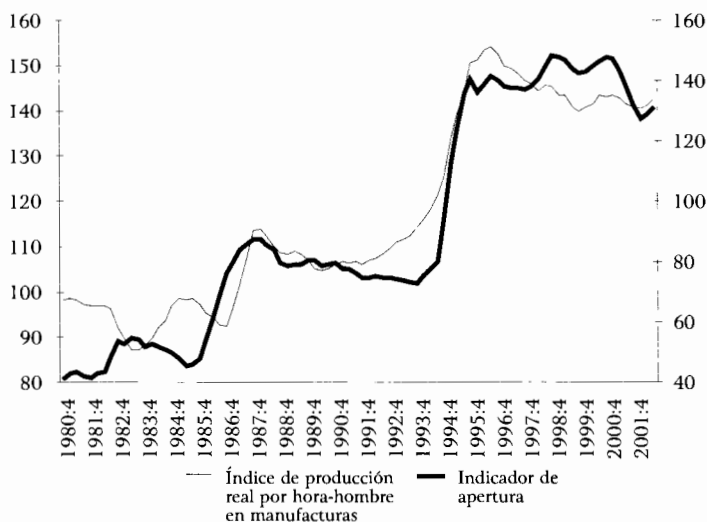
GRÁFICA 4
INVERSIÓN BRUTA FIJA Y PRODUCTIVIDAD



GRÁFICA 5
INVERSIÓN FIJA Y EMPLEO



GRÁFICA 6
 APERTURA COMERCIAL Y PRODUCTIVIDAD LABORAL



tivamente menos acentuadas. En la gráfica 6, que muestra el índice de volumen de la producción por hora-hombre en la industria manufacturera, puede advertirse que las variaciones de la productividad laboral, en las últimas dos décadas, han estado más asociadas a cambios en el grado de apertura de la economía, que al efecto de la acumulación de capital.

Puesto que la productividad laboral no varía demasiado cuando fluctúa la inversión fija bruta, las variaciones en el costo unitario de la mano de obra responden fundamentalmente a los cambios en los salarios reales. Una devaluación de la moneda, al ocasionar el aumento brusco en los precios internos (usualmente inesperado por los trabajadores), deprime los salarios reales y hace bajar el costo unitario de la mano de obra.

Por estas razones, una economía con traspaso magnificado del tipo de cambio puede también presentar el paradójico fenómeno de una asociación *negativa* entre el costo unitario de la mano de obra y la tasa de inflación, como sucede en el caso mexicano.

SALARIOS REALES, EMPLEO Y PRODUCTIVIDAD LABORAL

NO OBSTANTE que, en México, la relación estadística entre el costo unitario de la mano de obra y la inflación es *negativa*, muchos analistas, incluyendo a la autoridad monetaria, consideran que los aumentos en los salarios contractuales son un importante factor inflacionario (Banco de México, 2003). En esta sección, se presentarán argumentos y evidencias estadísticas que indican que el incremento en los salarios contractuales es una variable pasiva en el proceso inflacionario, porque bajo condiciones de competencia oligopólica las empresas desarrollan mercados internos de trabajo, en los cuales administran los diferenciales salariales a modo de preservar su tasa de rentabilidad.

La teoría de los mercados segmentados de trabajo sostiene que, en las empresas que proporcionan entrenamiento a sus trabajadores para adaptar sus habilidades a las innovaciones tecnológicas, se desarrollan estructuras internas de salarios tendientes a evitar la rotación del personal, ya que el costo del adiestramiento es importante. Las escalas internas de salarios no están determinadas directamente por la productividad de los trabajadores, ni por procesos de mercado, sino por reglas institucionales, principalmente por la antigüedad. En este tipo de mercado laboral (mercado primario), los trabajadores que ingresan a la empresa son remunerados con salarios de eficiencia, es decir, por arriba del nivel que fija el mercado externo a la empresa; pero a medida que ascienden en la escala interna, los diferenciales se van administrando conforme a las reglas establecidas internamente. El arbitraje de los salarios en los puestos de trabajo superiores no es posible, debido a que los trabajadores externos no son perfectos sustitutos de los internos, los cuales han sido capacitados a lo largo de su carrera en la empresa; y también porque las reglas y procedimientos administrativos establecen la promoción por antigüedad (Leontaridi, 1998).

En los puestos de trabajo que no requieren capacitación, los procesos de reclutamiento, la determinación del salario, y las posibilidades de ascenso en la escala ocupacional son diferentes. En

este segmento del mercado laboral (mercado secundario), la rotación del personal es elevada; el salario se fija por la oferta y la demanda, y depende más de las horas trabajadas que de la antigüedad en el puesto; las posibilidades de ascenso son reducidas; y las condiciones de trabajo son insatisfactorias (Gordon, 1972; Piore, 1971).

En países donde el exceso de oferta de mano de obra no calificada llevaría el salario real a niveles intolerables, el salario mínimo institucionalmente fijado constituye la referencia del mercado externo a la empresa, para determinar el punto de entrada a la escala interna de salarios.

La imposibilidad del arbitraje entre ambos mercados permite a la empresa innovadora (*i.e.* oligopólica) administrar los aumentos de salarios en su escala ocupacional, de manera que sean consistentes con las ganancias en productividad total percibidas por efecto de la innovación tecnológica, y la rentabilidad deseada de la inversión.

Dado que las reglas de promoción en la empresa se negocian con el sindicato, a fin de proteger a los trabajadores internos de los externos; y considerando que la dirección sindical suele contentarse con que los salarios suban y los diferenciales con otros grupos de trabajadores se mantengan (Robinson, 1969; Sawyer, 1982), la administración de los aumentos salariales en la escala ocupacional de la empresa tiene un amplio margen de maniobra, particularmente cuando la innovación tecnológica incrementa el grado de monopolio de la empresa.

Puesto que las estructuras internas de salarios, que desarrollan las empresas oligopólicas, constituyen una estrategia para aislarse de la competencia en el mercado laboral, que podría lesionar sus utilidades (Leontaridi, 1978), resulta inadecuado suponer que de este tipo de acuerdos surjan presiones inflacionarias.

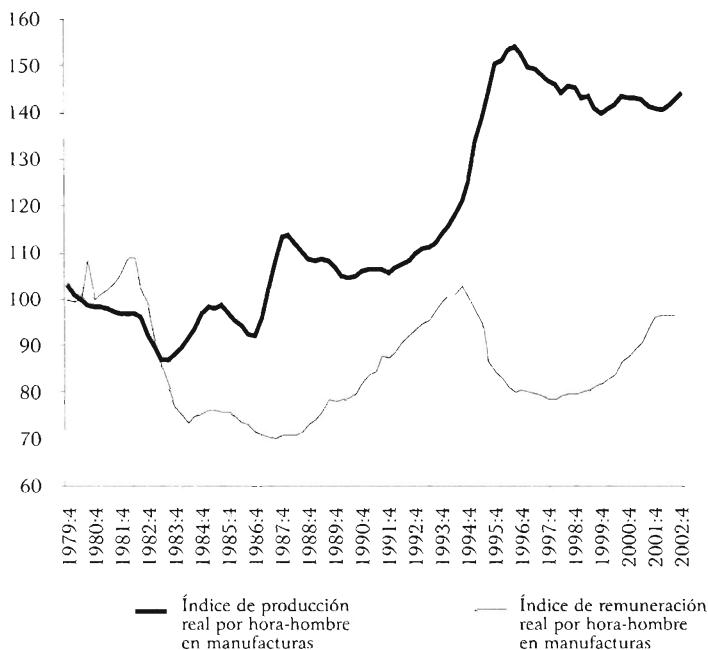
La teoría de los mercados segmentados de trabajo es contraria a la teoría del capital humano, que explica las diferencias de salarios con base en la productividad laboral; y también rechaza la teoría de la inflación que la atribuye a diferencias entre el incremento en los salarios monetarios y el crecimiento de la productividad laboral.

Para los segmentacionistas, el precio al que vende la empresa depende de su poder de mercado, y la nómina de salarios que administra es una variable residual, una vez que el capital ha sido remunerado.

La teoría de los mercados segmentados de trabajo, y el concepto de salarios de eficiencia, han sido utilizados para explicar la notable estabilidad de los salarios reales en los países industrializados, a pesar de las fuertes fluctuaciones registradas en el empleo (Greenwald y Stiglitz, 1993).

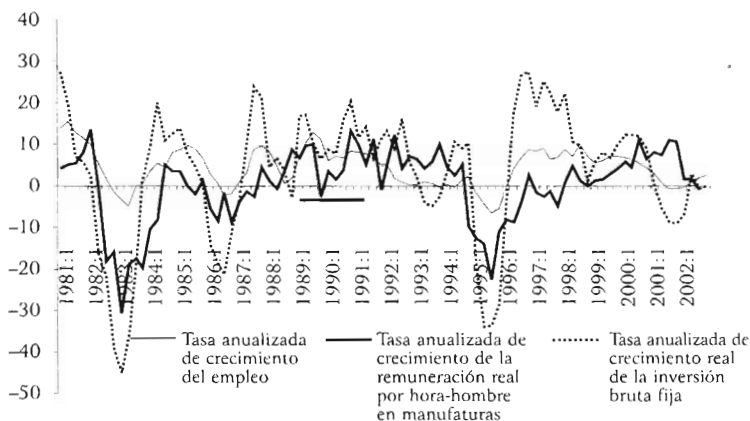
En México, la evidencia empírica es congruente con este planteamiento. El salario-horario real en la industria manufacturera se ha comportado de manera diferente a la producción real por hora-hombre, durante las últimas dos décadas, como se puede observar en la gráfica 7.

GRÁFICA 7
PRODUCTIVIDAD LABORAL Y SALARIOS



Las variaciones en los salarios reales han estado directamente relacionadas con el crecimiento real de la inversión bruta fija, reflejando no sólo el factor distributivo del incremento en la productividad marginal de la inversión, sino la reducción de la inflación resultante de la apreciación cambiaria, que estimula la acumulación de capital productivo (véase gráfica 8).

GRÁFICA 8
INVERSIÓN FIJA, EMPLEO Y SALARIO REAL



La producción por trabajador, aunque también se ve influida positivamente por la inversión, recibe el efecto negativo de las fluctuaciones en el empleo. La diferente amplitud de la brecha entre la producción real por hora-hombre en la industria manufacturera mexicana, y la correspondiente remuneración real, a lo largo del periodo investigado, sugiere que las empresas tienen dos vías para adecuar su nómina de salarios a la rentabilidad deseada: una, a través de la administración interna de los diferenciales salariales, como ya se ha señalado; y la otra, a través del empleo adicional que ofrecen.

La experiencia de los países industrializados, con salarios reales estables y empleo fluctuante, también apoya esta hipótesis.

Dado que las demandas salariales aumentan cuando el desempleo se reduce, es decir en la fase ascendente del ciclo, una expan-

sión del empleo menor a la prevista evitaría la presión sobre las utilidades que llevaría a elevar el precio. Cabe recordar aquí, que la concertación social de una política de ingresos usualmente se realiza en términos del intercambio de menores salarios por mayor empleo.

CONCLUSIONES

1. El compromiso de los bancos centrales con la seguridad de los sistemas de pagos ha causado la endogeneidad de la base monetaria; en tanto que la demanda de crédito, como anticipo para llevar a cabo la producción, ha determinado la oferta de depósitos bancarios. La expansión de la oferta monetaria en respuesta a cambios en su demanda invalida la teoría cuantitativa de los precios.
2. Los estructuralistas latinoamericanos aportaron una explicación más realista de la inflación en países en desarrollo, pero ésta presenta debilidades, porque los mecanismos de propagación que contempló ignoraban la endogeneidad del dinero. La teoría poskeynesiana del traspaso del tipo de cambio a los precios ofrece una explicación más consistente al efecto magnificado que presenta esa variable en los países en desarrollo.
3. La magnitud de los choques externos a los que está expuesto un país subdesarrollado, y las fuertes fluctuaciones que causan en su tipo de cambio, determinan que la especulación con moneda extranjera compita con la inversión productiva. Por esta razón, los periodos en que la moneda se sobrevalúa coinciden con rápido crecimiento de la inversión fija, estabilidad de precios y crecimiento en los salarios reales.
4. Debido a lo anterior, en una economía con traspaso magnificado del tipo de cambio, el costo unitario de la mano de obra puede llegar a relacionarse *inversamente* con la tasa de inflación. Este fenómeno se observa en México.
5. En economías con traspaso magnificado del tipo de cambio y mercados de trabajo segmentados, es improbable que los aumentos en salarios contractuales tengan efectos inflaciona-

rios. Las empresas en competencia oligopólica administran los aumentos salariales a los trabajadores internos de común acuerdo con los sindicatos; y realizan nuevas contrataciones de personal, a modo de que sus nóminas de salarios se adaptan a sus expectativas de rentabilidad.

BIBLIOGRAFÍA

- ARESTIS, P. y A.S. Eichner (1988), "The Post-Keynesian and Institutionalist theory of money and credit", *Journal of Economic Issues*, vol. xxii, núm. 4, diciembre.
- y W. Milberg (1993), "Degree of Monopoly, pricing and flexible exchange rates", *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. 16, núm. 2, invierno.
- y M. Sawyer (1993), "Aggregate demand, conflict and capacity in the inflationary process", mimeo., Cambridge.
- AYBAR, S. y L. Harris (1998), "How credible are credibility models of central banking?", en P. Arestis y M. Sawyer (eds.), *The Political Economy of Central Banking*, Cheltenham, Edward Elgar,
- BANCO DE MÉXICO (2003), *Informe Anual 2002*, México, 2003.
- BARRO, R. y D.B. Gordon (1983), "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, 0 (12).
- BLINDER, A.S. (1998), *Central Banking in Theory and Practice*, Massachusetts, MIT Press.
- CASTELLANOS, S.G. (2000), "El efecto de «corto» sobre la estructura de tasas de interés", Banco de México, *Documentos de Investigación*, núm. 2000-2001, junio.
- CHICK, V. (1989), "The evolution of the banking system and the theory of monetary policy", *Discussion Paper 89-03*, University College London, noviembre.
- DAVIDSON, P. (1986), "Finance, funding, saving and investment", *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. ix, núm. 1, otoño.
- DOW, S. y C. Rodríguez-Fuentes (1998), "The political economy of monetary policy", en P. Arestis y M. Sawyer (eds.), *The political Economy of Central Banking*, Cheltenham, Edward Elgar.
- EICHNER, A.S. (1973), "Una teoría de la determinación del margen de ganancia en el oligopolio", en J.A. Ocampo (comp.), *Economía Poskeynesiana*, Lecturas del FCE núm. 60, México.

- FRIEDMAN, M. (1956), "The quantity theory of money: a restatement", en M. Friedman (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago University Press.
- FRY, M.J., I. Kilato, S. Roger, K. Senderowicz, D. Sheppard, F. Solís y J. Trundle (1999), *Payment Systems in Global Perspective*, Londres, Routledge-Bank of England.
- GONZÁLEZ, J.A. (1998), "Regímenes comerciales y traspaso del tipo de cambio: ¿hay un enigma mexicano?", *Trimestre Económico*, vol. LXV (1), núm. 257, enero-marzo.
- GORDON, D.M. (1972), *Theories of Poverty and Underemployment*, Lexington, Mass. D.C. Heath,
- GORE Ch. E.Y. Akyüz (1996), "The investment-profits nexus in East Asian industrialization", *World Development*, vol. 24, núm. 3.
- GREENWALD, B. y J. Stiglitz (1993), "New and old Keynesians", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 7, núm. 1, invierno.
- IBARRA, D. (1987), "Política y economía en América Latina: el trasfondo de los programas heterodoxos de estabilización", *Estudios Económicos*, octubre.
- KALDOR, N. (1957), "A model of economic growth", *Economic Journal*, vol. LXVII, diciembre.
- KALECKI (1956), *Teoría de la dinámica económica: ensayo sobre los movimientos cíclicos y a largo plazo de la economía capitalista*, México, FCE.
- KAMIN, S., P. Turner y J. Van't dack (1998), "The transmission mechanism of monetary policy in emerging market economies: an overview", Bank for International Settlements, *Policy Papers*, núm. 3, Basle, enero.
- KEYNES, J.M. (1936), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México, FCE, 1951.
- KREGEL, J. (1996), "Does the Bundesbank fight inflation?", ponencia presentada en el seminario de ASSA, enero.
- LAIDLER, D. (1990), "The legacy of the monetarist controversy", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, marzo-abril.
- LALL, S. (1997), "Selective policies for export promotion: Lessons from the Asian Tigers", *Research for Action*, núm. 43, United Nations University WIDER.
- LAVOIE, M. (1996), "Monetary policy in an economy with endogenous credit money", en G. Deleplace y E.J. Nell (eds.), *Money in Motion: The Post-Keynesian and Circulation Approaches*, Nueva York. St. Martin's Press,
- LEONTARIDI, M.R. (1998), "Segmented labour markets: theory and evidence", *Journal of Economic Surveys*, vol. 12, núm. 1.

- LUSTIG, N. (1988), "Del estructuralismo al neo-estructuralismo: la búsqueda de un paradigma heterodoxo", *Colección Estudios CIEPLAN*, núm. 23, marzo.
- MARTÍNEZ, L., O. Sánchez y A. Werner (2001), "Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México", Banco de México, *Documento de Investigación* núm. 2001-2002, marzo.
- NIGGLE, Ch. J. (1991), "The endogenous money supply theory: an Institutional appraisal", *Journal of Economic Issues*, vol. xxv, núm. 1, marzo.
- NOYOLA, J.F. (1957), "Inflación y desarrollo económico en Chile y México", en *Cincuenta años de pensamiento en la CEPAL: textos escogidos*, Santiago, FCE-CEPAL, 1998.
- PALLEY, T.I. (1994), "Competing views of the money supply process: theory and evidence", *Metroeconomica*, vol. 45, núm. 1, febrero.
- (2002), "Escaping the *policy credibility* trap: reshaping the debate over the international financial architecture", *Problemas del Desarrollo*, vol. 32, núm. 126, julio-septiembre.
- PINTO, A. (1975), *Inflación: raíces estructurales*, México, Fondo de Cultura Económica, Lecturas del FCE núm. 3.
- PIORE, M.J. (1971), "The dual labour market: theory and implications", en D.M. Gordon (ed.), *Problems in Political Economy: An Urban Perspective*, Lexington, Mass. D.C. Heath.
- PREBISCH, R. (1983), "Cinco etapas de mi pensamiento sobre el desarrollo", *Trimestre Económico*, vol. 50, núm. 198.
- ROBINSON, J. (1969), *Introduction to the Theory of Employment*, Londres, Macmillan.
- ROCHON, L.P. (1999), *Credit, Money and Production: An Alternative Post-Keynesian Approach*, Cheltenham, Edward Elgar.
- ROGOFF, K. (1985), "The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target", *Quarterly Journal of Economics*, núm. 100, noviembre.
- SAWYER, M. (1982), "Collective bargaining, oligopoly and macroeconomics", *Oxford Economic Papers*, vol. 34, núm. 3, noviembre.
- TAYLOR, L. (1983), *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*, Nueva York, Basic Books.
- (1992), *Estabilización y crecimiento en los países en desarrollo: un enfoque estructuralista*, México, FCE-Economía Contemporánea.
- WRAY, R. (1990), *The Endogenous Money Approach: Money and Credit in Capitalist Economies*, Aldershot, Edward Elgar.

El subastador tiránico y las limitaciones de los postulados de “fundamentos macroeconómicos sanos”

EL PROBLEMA EN DEBATE

H OY EN día son de uso común algunas propuestas de política económica que incluso hay quien las maneja cual si fueran “postulados” o verdades absolutas por sí solas. Lo cierto es que es muy difícil aceptarlas, máxime cuando se postulan totalmente fuera del contexto en que se tratan de aplicar. Esto es particularmente cierto para economías pequeñas y abiertas en las que el entramado de relaciones de precios internos y externos es sumamente complejo. Los modelos de la corriente “nuevos clásicos” y “nuevos keynesianos” se postulan bajo la premisa de que una economía abierta es “isomórfica” de una economía cerrada.¹ En estos modelos se sigue construyendo, por una parte, un modelo de precios “reales” de equilibrio general, al cual después se le agregan una ecuación monetaria y otra “financiera”. La ecuación de precios tan sólo considera la relación entre el nivel de precios y el salario. En esos modelos, ni la tasa de interés ni la tasa de cambio inciden en el nivel de equilibrio real.

Este trabajo se elabora sobre las características actuales de una economía pequeña y abierta en un contexto particular: aquel en que el nuevo conjunto de regulaciones monetarias a nivel internacional ha conducido a reducir la política fiscal a un mecanismo pasivo, ajustándose a los cambios de timón del banco central a través de la política monetaria. El nuevo modelo económico que

* Profesor titular de la Universidad Autónoma Metropolitana-Xochimilco.

¹ Por ejemplo: Clarida *et al.* (2001)

ha salido del proceso de reformas estructurales a nivel global, ha mostrado características peculiares respecto a su capacidad de estabilizar la economía. El propósito de este ensayo es incidir en el análisis de las limitaciones de dicho modelo para estabilizar de manera comprensiva a la economía.

Uno de los aspectos que más llama la atención es el papel que juegan los llamados “fundamentos macroeconómicos sanos”. Por una parte se postulan como una condición suficiente para la estabilidad en un equilibrio Pareto óptimo. Sin embargo destaca que se elaboran a partir de un modelo que sólo admite como condición de existencia, en su punto de partida, un equilibrio Pareto óptimo. Ese resultado se plantea en un ámbito sin dinero ni sector financiero. El postulado entonces en realidad padece de circularidad lógica.

Un importante componente del entorno en que ahora es necesario discutir el problema se encuentra en un conjunto de reformas que se han introducido en los últimos 15 años, como respuesta a las crisis financieras observadas. Estas reformas han creado un ámbito que ha conducido a reducir el papel de la política fiscal y a magnificar el de la política monetaria. Parte de esas reformas se fundan en los procesos de “independencia” del banco central. Esa independencia le permite al banco central una extraordinaria discrecionalidad en la conducción de la economía, de espaldas a los órganos de dirección del Estado en una economía regida por reglas democráticas.

Estos problemas se vuelven de la mayor importancia por el nuevo entorno monetario y financiero internacional. De todos es conocida la enorme lista de crisis financieras que han sacudido al mundo contemporáneo. Como una reacción a esos conflictos, desde mediados de los ochenta se planteó como un reclamo universal un llamado a rehacer el entramado de relaciones que definen el contexto de las finanzas internacionales. Esto se denominó con un apelativo ciertamente pomposo, “rehacer la arquitectura de las finanzas internacionales”. Este llamado hoy se sigue haciendo igual que hace 20 años. La dificultad estriba en que de hecho ya han ocurrido un sinnúmero de cambios en el contexto institucio-

nal en que se desarrollan los procesos financieros a nivel internacional y nacional. Éstos se observan en dos aspectos cruciales:

- a) Un movimiento casi universal para otorgar a los bancos centrales “mayor independencia”. Esto se ha planteado como una manera de reducir la discrecionalidad de los gobiernos para incurrir en financiamientos del déficit público de carácter inflacionario.
- b) La introducción de un conjunto de acuerdos sobre las normas de conducción de la política monetaria, mayormente impulsados por el Fondo Monetario Internacional, y que imponen límites sumamente rígidos para la conducción de la política económica en su conjunto. Estos acuerdos se han impuesto como parte de una agenda internacional, pero que no han pasado por las instancias de reconocimiento nacional que les darían legitimidad en una sociedad democrática.²

La consecuencia de estas dos medidas es de la mayor importancia en el estudio de las crisis recientes y del alcance real que hoy tiene la política monetaria. Ha conducido a reducir toda posibilidad para el ejercicio de una política fiscal consistente con el manejo de los problemas cíclicos de una economía abierta. También ha conducido a imponer esquemas de política monetaria que pueden ser consistentes con el objetivo de reducir la inflación y crear la ficción de estabilidad monetaria y financiera, pero a costa de crear ámbitos recesivos y de estancamiento con un muy elevado costo social.

El encuadre de políticas monetarias y financieras que ahora viene imponiendo el FMI se puede caracterizar como un modelo de “ley suave” (*soft law*) en la denominación que de ello hacen Eatwell y Taylor (2002). La idea de una “ley suave” es un conjunto de convenciones, acuerdos, reglas de operación que establece una parte en un contrato, y que gradualmente se vuelve de carácter mandatorio. Este es el caso de las reglas de supervisión financiera

²En J. Eatwell y L. Taylor (2002).

que el FMI ha venido introduciendo, aparentemente tan sólo en carácter experimental, pero que se han convertido en un encuadre de conjunto que constriñe el ámbito de la política monetaria y financiera de manera contundente. Por ejemplo, en una evaluación experimental para Canadá se emplearon regulaciones tales como:

The Basel Core Principles for Effective Banking Supervision;
The International Organization of Securities Commissions (IOSCO) Objectives and Principles of Securities Regulation;
The International Association of Insurance Supervisors. (IAIS) Core Principles for Systematically Important Payment Systems; and
The IMF's Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies
Eatwell y Taylor: 23.

Todo este conjunto de prácticas se reconoce como el encuadre básico en la búsqueda de sistemas seguros y prácticas financieras evaluables de manera inequívoca. En el caso de países en desarrollo o subdesarrollados es mayor aún la presión por el proceso de calificación de su deuda y por la pobreza de instrumentos para controlar los flujos de capital. La dificultad en parte aparece por la dinámica con la que aparecen nuevos instrumentos y prácticas financieras a nivel internacional, que hacen muy difícil llegar a acuerdos sobre la manera de evaluar la posición de un país determinado. Se trata no sólo de un desafío teórico sino también plantea problemas esenciales para evaluar una práctica financiera en el contexto de las políticas macroeconómicas en ejercicio en una economía.

Es importante señalar que estos esquemas surgen como respuesta al llamado urgente por establecer una “nueva arquitectura del sistema financiero internacional”, cualquiera que sea el significado que se le quiera atribuir al término “arquitectura”. En la práctica, se ha traducido en intentar establecer una autoridad financiera internacional (World Financial Authority); papel que está asumiendo el FMI. El hecho de que se introduzca como “ley suave” es que ha escapado a las autoridades constituidas en los países

y han adquirido un carácter mandatorio por encima de las orientaciones que pudieran surgir de una sociedad democrática.

La consecuencia de esta situación, es que ahora se vive con un modelo de política fiscal reducido a administrar un monto de consumo público predeterminado y servir las deudas pública y privada, bajo el imperio de un modelo de política monetaria que marca el paso de la economía en su conjunto. Lo que de ello se sigue es esencial para el análisis de política monetaria. El banco central opera con dos objetivos: mantener el poder adquisitivo del dinero con una tasa de inflación cero, y obtener los flujos de capital externo necesario para servir la deuda externa.

Para ello, el banco central opera lanzando un vector de precios de base $[E, w, i]$ para toda la economía: E la tasa de cambio nominal, i la tasa de interés de base y w la tasa de salario. Al igual que el subastador del modelo walrasiano, el banco central lanza ese vector de precios y los agentes con ello forman sus decisiones de inversión y producción. Sin embargo, en este caso no hay posibilidad de que el vector de precios de base se corrija para que los agentes encuentren el equilibrio. El lío es que bajo ese modelo de política monetaria, el banco central se convierte en el subastador tiránico, el cual puede considerar que sus propias ecuaciones se satisfacen, aun cuando las de la sociedad no lo hagan.

El planteamiento que aquí se sostiene se funda en un desarrollo a partir de la teoría de la formación de los precios, incorporando el costo financiero, de alguna manera siguiendo la propuesta básica de Eichner (1984). Sin embargo es necesario agregar otro componente que no se encuentra en Eichner, que es la relación entre la formación de precios y el costo financiero, en una economía abierta, tomadora de precios, en la que la decisión de inversión depende de la visión que se tiene respecto a los precios esperados.

También es necesario considerar el impacto que puede tener el equilibrio de las finanzas públicas en el proceso de formación de precios. El argumento es que en una economía pequeña y abierta, los agentes económicos forman precios a partir del vector de precios base que observan en la economía: $[w, E, i]$ es decir la tasa de salario, la tasa de cambio y la tasa de interés. Estos precios cons-

tituyen la postura de política monetaria de base. Es decidida por el banco central, en adelante el subastador tiránico (ST), y constituye el ámbito en el que se toman dos decisiones simultáneas: la de inversión y la de formación de los precios. La proyección de la política monetaria se puede expresar como el propósito de alcanzar alguna meta respecto a la inflación. La presunción usual desde la teoría cuantitativa del dinero, es que el ST para alcanzar alguna meta inflacionaria lo que hace es considerar la tasa de expansión real, y a ésta le agrega la tasa de inflación objetiva. Este agregado determinaría la tasa de expansión del cuántum monetario M_h . La crítica poskeynesiana al respecto descansa en observar que el ST en ningún momento puede pretender controlar, e incluso en ocasiones ni siquiera determinar con certidumbre, la cantidad de medios de pago que en una economía existen.³ La razón de ello es que los agentes privados, particularmente los bancos, pueden crear medios de pago. Por el contrario, la postura esencial que proyecta el banco central en términos del vector de precios de base es sumamente consistente a través del tiempo y de hecho termina por constituir el planteamiento efectivo de política monetaria.

Es en ese ámbito que los agentes privados esenciales en este modelo, los inversionistas, toman decisiones de asignación de recursos:

- la decisión de inversión, es decir la cantidad de capital que se destina a la producción con la expectativa de obtener una ganancia, y
- la decisión de formación de precios y cantidades que cada agente inversor considera óptima para su evaluación racional de inversión, con los que espera poder recuperar el capital que ha destinado en la producción.

Estas dos decisiones, desde la teoría del capital, son una y la misma. El proceso de toma de decisiones sin embargo es secuencial, a diferencia de la solución ortodoxa en que todo el proceso es simultáneo por obra y gracia del “subastador walrasiano”. Desde

³Blinder (1998) analiza la situación desde su experiencia en la U.S. Federal Reserve.

el punto de vista de operación del modelo de política económica actual, primero ocurre que el ST lanza el vector de precios de base: $[w, E, i]$, y después los agentes deciden cuánto capital invierten y así de hecho forman precios. Estos son una anticipación de lo que esperan poder realizar. Pero en un mundo económico básicamente regido por la incertidumbre. Los resultados finales no tienen por qué ser iguales a las anticipaciones, por más “racionales” se pretende que sean. El problema entonces es analizar la dinámica de ajuste en un contexto dinámico.

Se plantean entonces dos problemas teóricos:

1. ¿la libre concurrencia y las decisiones de inversión permiten un proceso convergente de los desequilibrios particulares en precios y cantidades hacia un conjunto de vectores de cantidades y precios de equilibrio?, y
2. ¿es capaz el banco central de percibir y entender las señales de equilibrio y desequilibrio de los agentes productivos?

De lo cual se sigue otra pregunta:

3. ¿Puede el banco central reaccionar de manera congruente a los desequilibrios que inducen sus posturas de política?

De la primera pregunta se desprende una evaluación sobre los límites que los agentes privados pueden tener para ajustarse al vector de precios de base que han recibido. De la segunda se sigue otra cuestión de la mayor importancia. El ST normalmente opera siguiendo reglas e indicadores que interpreta como equilibrios o desequilibrios, tales como el saldo de la balanza comercial, los flujos de entrada y salida de capitales que permiten saldar la balanza de pagos, el monto del crédito realizado y los saldos interbancarios corrientes. También pudiera observar el saldo fiscal y el comportamiento de la inflación. Con frecuencia es probable que observe el nivel de desempleo abierto, que bajo las reglas del juego de bancos centrales “independientes” pudiera considerar que no son asunto sobre el cual debiera ocuparse. Si éstos resultan en un ajuste con-

sistente con los objetivos macroeconómicos de estabilidad, enhorabuena. Estos últimos, de una manera poco clara, se han reducido a un conjunto de llamados “fundamentos macro de la estabilidad”. Éstos descansan en la presunción de que basta con que el déficit público sea cero y la inflación nula, para que el resto de los saldos en la economía sean necesariamente de equilibrio general, lo que debiera ser consecuente con la estabilidad macroeconómica. Justamente nuestra crítica apunta al hecho de que el vector de precios de base que lanza el ST, no necesariamente es consistente con la estabilidad micro y macroeconómica, aun en el caso de que el déficit fiscal y la inflación sean nulas. Esta incapacidad del ST para registrar los déficit de los agentes privados, y la posibilidad de hacerlo incluso en contra de los lineamientos de política que pudiera hacer una sociedad democrática, nos conducen a postular que la acción del banco central de hecho se convierte en la de un subastador, real, pero como no atiende a los desequilibrios que genera en los agentes privados, lo observamos como “tiránico”.

Las limitaciones del enfoque ortodoxo para entender esta situación surgen del hecho que analiza dos procesos esenciales como ajenos uno del otro: el de formación de los precios y el de la decisión de inversión, en mucho descansando en la presunción de la neutralidad del dinero. Otro ingrediente importante que confunde el problema está en la separación de la decisión de formación del ahorro como aquella que establece el límite de los fondos disponibles para inversión. La razón de ser de esa solución es bien conocida y evidente: se superponen las decisiones de ahorro e inversión y ambas finalmente quedarían resueltas desde la teoría de la decisión del consumidor. La solución mágica para ello es postular ex hipótesis la igualdad de la tasa de productividad marginal del capital con la tasa de interés y la tasa intertemporal de sustitución entre consumo presente y futuro. Con ello se postula, porque no se demuestra, una figuración de equilibrio general. Sin embargo se confunde algo esencial: el precio de los bienes de producción con la tasa de retorno por disponer de liquidez.

Enfatizo la idea de que es una figuración de demostración y no una solución consistente, en la medida en que no es evidente

que se hayan representado la acción de las fuerzas competitivas en los mercados de bienes de producción, y la de los inversionistas en los mercados de capital a diferencia del de dinero, que sólo serían de capital una vez que son adquiridos para ser puestos en la producción. Ello no tiene por qué ser igual con la productividad marginal al ser puestos en producción.

Menos clara es la razón por la que ésta debiera ser igual a la tasa de interés, que en un sentido puramente keynesiano no tiene por qué resolverse en el espacio de los fondos prestables como un precio de equilibrio. La teoría de los dos precios de Keynes se encamina a resolver el problema sobre la forma en que interactúan estos dos precios a través de las decisiones de inversión. En la agenda poskeynesiana moderna se rechaza la solución de Tobin (1969) ya que éste reduce el problema a uno en el que es posible resolver con certidumbre el valor presente de una inversión por la productividad marginal del capital presente; lo que es inaceptable en un mundo de incertidumbre a la Keynes.⁴ En ese marco analítico, tampoco es evidente la razón por la que la productividad marginal del capital debiera aproximarse a la tasa de interés. Sencillamente en uno se encuentran n mercados de bienes de producción y en otro el mercado monetario. El nivel del ahorro no tiene por qué ser el instrumento de ajuste entre ambos, porque no forman un mercado. Es el ajuste por el nivel de la inversión el que permite determinar el nivel del ingreso, y a su vez el nivel del ahorro consecuente.

Para discutir estos problemas, a continuación se presentan dos modelos, uno a nivel "micro" que elabora el problema de formación de los precios de empresas que incurren en costos financieros en una economía abierta. El segundo relaciona las magnitudes de agregados macroeconómicos convencionales, en un ámbito de política monetaria como el que lanza el ST. En la última sección se retoma el problema de las políticas macroeconómicas presuntamente sanas, discutiéndolas desde el espacio de interacción de las políticas macroeconómicas en los agregados y en su impacto en los agentes privados.

⁴Rochon (1999).

FORMACIÓN DE PRECIOS Y TEORÍA DEL CAPITAL

EL ARGUMENTO central siguiendo a Eichner (1984) es que los capitalistas deciden un monto de inversión sobre la base de un flujo de ingreso esperado. En el supuesto de que el proceso de producción toma un periodo y en él se agota todo el capital avanzado, su recuperación tendrá que realizarse al final del periodo.

La evaluación entonces es más clara entre el flujo esperado de ingreso PQ y el capital avanzado a recuperar, mismos que, en la teoría del circuito⁵ se pueden expresar de dos formas:

- sea porque el flujo esperado de ingresos a un vector $[PQ]$ es consistente con el vector de precios de base $[w, E, i]$ lanzado por el ST , o porque
- el cumplimiento de inflación cero y déficit público cero no necesariamente tienen por qué conducir a que ese vector sea de equilibrio para todos los agentes.

Sin embargo, la evaluación de inversión justamente introduce un importante problema de valuación entre los precios actuales y aquellos que en el futuro inciden en la recuperación del capital avanzado. Evidentemente sobre el segundo existe un componente de incertidumbre que no es trivial. Parte del problema se asocia a la tasa de interés relevante en la evaluación entre el valor presente de la inversión y su valor actual. La dificultad teórica es que al mismo tiempo aparece otro problema de valuación que pasa por la tasa de interés sobre los fondos externos que la empresa obtiene en el mercado financiero. La diferencia estriba en que para el primer problema la tasa de interés plantea un problema de valuación intertemporal: su monto, en tanto un ingreso para el capital es fijo una vez que ha sido contratado independientemente del éxito o fracaso de la operación comercial. El costo financiero que tendrá que ser cubierto sobre un recurso de capital que tiene un costo fijo, opera como una sustracción de las presumibles ganancias a realizar. El nivel de esa tasa de interés no necesariamente guarda relación

⁵Por ejemplo como en Rochon (1999).

con la productividad real que con esos recursos se pueda lograr. El rendimiento por la aportación de recursos de capital entonces aparece bifurcado. Esta situación no se puede resolver únicamente en el ámbito de las decisiones privadas, ya que las decisiones de inversión que toman los agentes individuales al mismo tiempo forman un entorno macroeconómico, mismo que en el agregado no necesariamente sería aquel que permite que el conjunto de operaciones en la economía se aproxime al nivel y estructura necesarios para el equilibrio de todos los agentes. El problema entonces tiene dos lados, como una tijera, el de las decisiones privadas de formación de precios y el de los agregados macroeconómicos que resultan de ello. La consistencia entre ambas no se puede dar por resuelto suponiendo que *ex ante* los agentes sólo actúan en condiciones de equilibrio general, como si pudieran incorporar en su modelo de decisiones la coherencia social de las mismas.

EL MODELO DE FORMACIÓN DE LOS PRECIOS

LA ECUACIÓN de precios para una empresa en particular de manera general será: (precio)*(cantidad) = costo variable + costo fijo + costo financiero + utilidad esperada.

Bajo este modelo, se observa que la utilidad real que queda en manos de la empresa es un remanente no sólo después de haber pagado los salarios, sino después de haber pagado los créditos contratados. El modelo de formación de precios se analiza en Ortiz (2003), y tiene las siguientes características:

$$P_1 = [a_{11} P_1 + a_{12} P_2 + a_{13} P_3 + a_{1m} P^m E + I_1 w] (1 + r_1) + k_1 (i)$$

$$P_2 = [a_{21} P_1 + a_{22} P_2 + a_{23} P_3 + a_{2m} P^m E + I_2 w] (1 + r_2) + k_2 (i)$$

$$P_3 = [a_{31} P_1 + a_{32} P_2 + a_{33} P_3 + a_{3m} P^m E + I_3 w] (1 + r_3) + k_3 (i)$$

Sea el total de la inversión prevista I = medios de producción que es necesario adquirir al inicio del periodo, mismos que son avanzados primero como demanda efectiva al sistema y después constituyen la base en la que se desarrolla el proceso de producción. La inversión realizada incorpora una parte de recursos prestados que son obtenidos en el mercado de crédito, por un total F a la tasa de

interés (i). Al final la tasa de ganancia a obtener será $[\Pi/A]$ en donde Π es la utilidad total recuperada y A es el capital propio aportado a la empresa. Por tanto $I = F + A$.

Puesto que desde la teoría del circuito, la decisión de inversión incide en tres ámbitos:

- La formación de una magnitud de demanda efectiva, misma que puede ser consistente con la magnitud que será producida.
- La formación de un vector de precios reales y monetarios, dado el contexto que establece el vector de precios de base y el monto de las decisiones de inversión.
- El que se pueda cerrar el ciclo de crédito, es decir que los fondos obtenidos por financiamiento F , puedan ser reembolsados a los bancos, cubriendo el costo correspondiente a la tasa de interés acordada, es decir $(i)F$.

Cuanto mayor sea (i) y/o F , tanto mayor es el costo financiero, que pesará en la ecuación de precios como un costo fijo una vez que ha sido contratado y hasta el final del periodo. Este rubro de los costos en la literatura se observa como un costo variable porque ciertamente la empresa puede decidir obtener una mayor o menor proporción de financiamiento dependiendo de su costo. Sin embargo, una vez que ha sido obtenido y contratado para la empresa pesa como un costo fijo, independientemente del nivel de producción y ventas que efectivamente se realice. El resultado incide directamente sobre el monto de las ganancias efectivamente realizables por la empresa, y por tanto en la tasa de ganancia del sistema. De su realización depende la reproducibilidad del modelo en su conjunto.

En el modelo de formación de los precios establecido en Ortiz (2003), se pueden analizar las trayectorias de precios a un w dado y ante una diversidad de posibles tasas de interés y de cambio. El desarrollo básico de este argumento se ha sintetizado en un apéndice a este artículo. El resultado ahí establecido permite analizar el espectro de posibles trayectorias de precios factibles para las empresas. Se encuentra que esas trayectorias no necesariamente

tienen que ser convergentes en un vector de precios de base. Las ecuaciones de precios asumirán una configuración que hace evidente la complejidad de los patrones de interdependencia entre la estructura de precios y el vector de precios de base que el ST envía. Las ecuaciones son:

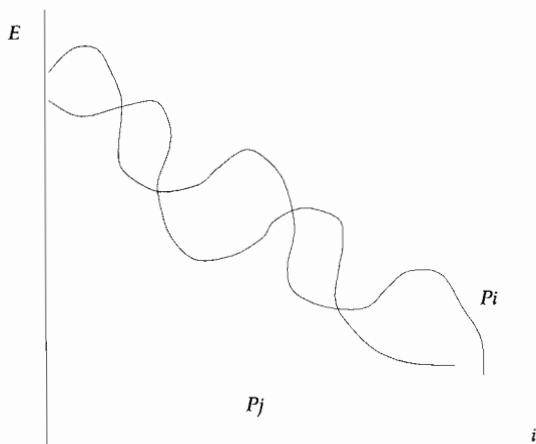
$$di = \frac{dP_1}{\left(\frac{\partial k_1}{\partial i}\right)_{c_{11}}} - \frac{a_{1m}P^m}{\left(\frac{\partial k_1}{\partial i}\right)} ((1 + r_1)dE + Edr_1), \text{ para el sector 1,}$$

$$di = \frac{dP_2}{\left(\frac{\partial k_2}{\partial i}\right)_{c_{22}}} - \frac{a_{2m}P^m}{\left(\frac{\partial k_2}{\partial i}\right)} ((1 + r_2)dE + Edr_2), \text{ para el sector 2,}$$

$$di = \frac{dP_3}{\left(\frac{\partial k_3}{\partial i}\right)_{c_{22}}} - \frac{a_{3m}P^m}{\left(\frac{\partial k_3}{\partial i}\right)} ((1 + r_3)dE + Edr_3), \text{ para el sector 3,}$$

Y la siguiente gráfica representa la relación que de ello se deriva entre los elementos del vector de precios de base y las trayectorias de las ecuaciones de precios para cada sector.

GRÁFICA 1
CURVAS DE PRECIOS



Es evidente que el sistema no tiene una solución única, ni necesariamente estable. El único caso en el que el modelo podría resolverse en un equilibrio único, sería aquel en que las funciones de producción fueran las mismas para todos los sectores, no sólo en las cantidades de capital y de trabajo, sino también en la cantidad de insumos que pudieran requerir del exterior y en la proporción de recursos que obtuvieran por financiamiento. Un caso así es trivial y carece de significado para una economía pequeña y abierta que necesariamente está sujeta a un proceso de cambio estructural. Una argumentación de ese tipo se encontraría en el modelo IS-LM abierto⁶ en el que *a priori* las curvas que representan la relación entre tasas de interés y de cambio son monotónicas con signo negativo. En la literatura reciente de los nuevos keynesianos también se supone *a priori* que el modelo de una economía abierta y una cerrada son isomórficos y las funciones de precios son una función únicamente de la tasa de salarios. En ambos casos equivale a suponer, ex hipótesis, que las características de una economía abierta quedan excluidas. Desde otros campos de la literatura se ha mostrado la relativa irrelevancia para los problemas del crecimiento de adoptar el supuesto de que las funciones de producción son iguales como un supuesto ex hipótesis (Thirlwall, 2002).

CARACTERIZACIÓN DEL MODELO MACROECONÓMICO

EL PROBLEMA a tratar solamente se puede entender en el caso de una economía pequeña, abierta al comercio de mercancías y capitales. El lado monetario financiero es esencial que incorpore la intervención del sector público en la circulación de deuda y bonos y en su papel de gestor de la política monetaria bajo el modelo de un banco central “independiente”, es decir aquel al que el gobierno no le puede imponer una demanda de crédito. El postulado inicial de esta representación es que la decisión de inversión es autónoma por el lado de las empresas y los capitalistas. El dinero es totalmente endógeno y se puede concebir a partir de

⁶Por ejemplo en Pentecost (1993).

la formación de crédito. A continuación se especifican los cuatro aspectos centrales del modelo macroeconómico, iniciando con el modelo de política monetaria.

El modelo de política monetaria

En este modelo el principal canal de acción de la política monetaria está en el crédito y no en el saldo real (Davidson, 1994; Wray, 1998). De entrada la definición de la cantidad de medios de pago en la economía se encuentra como una magnitud confusa, que incluso la autoridad monetaria no está en capacidad de identificar, Blinder (1998) señala con claridad que el monto de medios de pago M ni siquiera es posible determinarlo con claridad. La autoridad monetaria puede saber la cantidad de Mh que ha emitido, pero no la cantidad de medios de pago en circulación. En la operación cotidiana, la autoridad monetaria en realidad actúa a través de instrumentos sobre los que sí puede incidir, a saber: la tasa de cambio y la tasa de interés $[E, i]$, Davidson (1994), Arestis (1992), Wray (1998). Y es a partir de estas magnitudes que los agentes fijarán sus decisiones de producción, precios, crédito y demanda efectiva (Ortiz, 2003). El concepto central en esta visión es que el modelo económico de base es el de una economía crediticia de producción. Por tanto el núcleo analítico central está en las decisiones de producción, por tanto de inversión, en un proceso en que los agentes descansan mayormente en crédito para realizar sus decisiones de producción. Esta idea se funda en Keynes (1960, caps. 17 y 22) y ha recibido renovada atención recientemente, evidentemente con un fuerte énfasis en resolverla fuera del contexto de la teoría cuantitativa del dinero.

El encuadre de conjunto se aproxima desde la teoría del circuito, Rochon (1999), de la siguiente forma: dado un conjunto $[E, i, w]$, los agentes resuelven un conjunto de decisiones de inversión y producción, bajo la expectativa de que el capital que avanzaran, tanto fijo como circulante {salarios y medios de producción comprados a otras empresas}, serán recuperados si logran un ingreso: $Y^e = P^e Q^e$. Como sería de esperar en este enfoque, el

ámbito de toma de decisiones es bajo incertidumbre, en la acepción keynesiana. La puesta en acción de las decisiones de producción requiere poner por delante recursos de capital que tienen una doble figura: es un recurso de capital, en forma monetaria, que deberá ser gastado para hacerlo real. Con ello se inicia el circuito de demanda efectiva que reciben las demás empresas. En el conjunto de la economía, es la acción de todas las empresas al avanzar capital lo que genera la demanda efectiva del conjunto. Esta noción se introdujo primero por Torrens (1821), bajo la denominación de la “demanda efectual” y ha sido recuperada en trabajos recientes sobre teoría de los precios en la corriente clásica como en Benetti (1986). Sin embargo es importante considerar la posibilidad que una parte importante del avance de capital se sustente en crédito que las empresas pueden obtener del sistema bancario. En la teoría del circuito el avance con base en crédito puede postularse incluso si no existieran depósitos previos en el sistema bancario, Wray (1998), Davidson (1994), Rochon (1999). La figura que se utiliza es el hecho de que los bancos al abrir una línea de crédito de hecho hacen una doble operación de crear un activo y un pasivo simultáneamente. Esto se traduce en que los medios de pago en realidad se generan a partir de la acción de abrir el crédito lo que conduce a postular la endogeneidad de los medios de pago en la economía e identificar que el canal de acción de la política monetaria en realidad es el crédito.

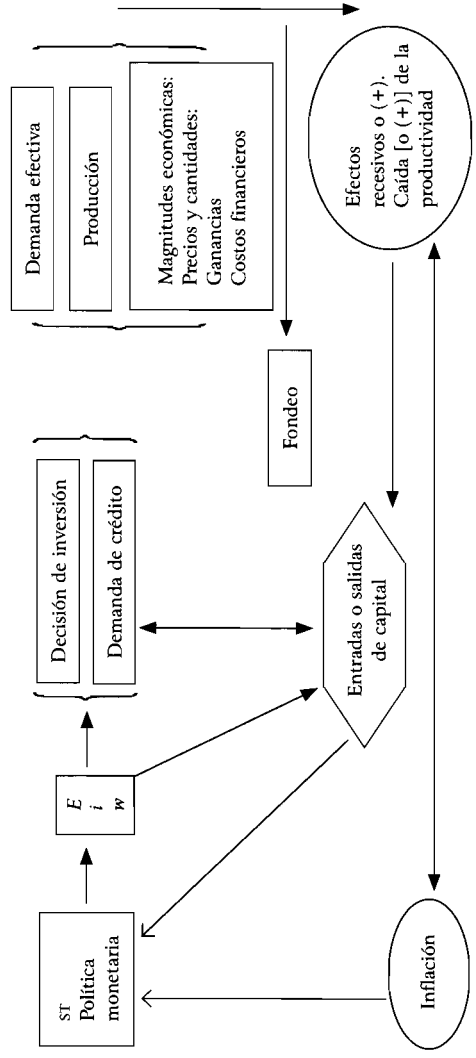
De esta manera las empresas producen y llevan al mercado una oferta, es decir cantidades determinadas a precios que se presume reflejan sus expectativas de recuperación, dada la demanda efectiva que así se ha generado en el mercado. La dinámica subsiguiente entre ofertas y demandas se puede representar de diversas formas (Benetti, 1998; Kublin, 1996)}, sin embargo lo importante desde el punto de vista del interés de este capítulo, es establecer el proceso macroeconómico en su conjunto. La expectativa de que han formado las empresas se funda en un solo dato, el vector de precios de base que el ST les ha enviado. Las magnitudes económicas realizadas dependen de las capacidades de ajuste de las empresas.

Una forma de representar el proceso macroeconómico en su conjunto y destacar el papel de la política monetaria, se presenta en el diagrama.

El diagrama enfatiza la necesaria circularidad del proceso y la incidencia de la política monetaria en el conjunto de la actividad económica. Además representa una secuencia temporal y de causa a efecto. La realización de las magnitudes económicas básicas: precios, cantidades y ganancias se puede analizar en un modelo de precios de producción, como el presentado en la sección precedente, tal que los precios deberán satisfacer la condición de presupuesto cubriendo los costos de los insumos comprados a otras empresas, sean internas o externas, es decir, insumos nacionales e importados, los salarios pagados y los costos financieros. Esta primera parte de la ecuación se puede resolver para la tasa de ganancia del sistema. Los costos financieros aparecen entonces como una deducción de las ganancias totales, que equivale a postularlo como un dato para la empresa que ha contratado un crédito a una cierta tasa de interés y que lo tendrá que pagar cualquiera que sea el resultado de sus decisiones de producción y precios.

En el encuadre de política ortodoxo básico, como si se siguiera la regla de Taylor (1993), la política monetaria funciona a partir de la fijación de una meta inflacionaria por el banco central, y el instrumento con el que la persigue es fijar una tasa de interés para todo el sistema. En este caso la cantidad de dinero se ajusta a esa tasa de interés. La dificultad estriba en que para una economía abierta la tasa de cambio no funciona de manera neutral ni lineal respecto a la relación entre ambas. El postulado ortodoxo de base, como en Clarida *et al* (2001), es que el sistema abierto se postula ex hipótesis como isomorfo de uno cerrado. En consecuencia, en cualquier modelo ortodoxo fundado en expectativas racionales, como en Woodward (2001), bajo la presunción de que el déficit del sector público es cero, el modelo cierra si la tasa de interés que se proyecta es aquella que permite aproximarse a la tasa objetivo de inflación. La dificultad estriba en que un modelo de esa naturaleza, de hecho significa dar por resuelto, ex hipótesis, aquello que se planteó como pregunta, es decir, de qué manera

DIAGRAMA I
EL MODELO MACROECONÓMICO
DE LA TEORÍA DEL CIRCUITO POSKEYNESIANO



la política monetaria debiera permitir aproximar la posición de equilibrio.

A continuación se elabora sobre una vía de abordar el problema desde el modelo poskeynesiano presentado.

Comportamiento del ahorro y la inversión

El modelo macroeconómico de base sigue el planteamiento de Keynes de que la inversión determina el nivel del ahorro. En una economía abierta, como la postulada, esto significa que el vector de precios de base $[E, i, w]$ al determinar el monto de inversión y crédito de la economía se resuelve en un vector de ahorro que al menos tiene cuatro componentes: el ahorro externo, el ahorro privado interno, el ahorro público y el ahorro financiero.

El problema teórico de base no se puede comprobar de manera empírica dado que la contabilidad social implica que el ahorro total es igual a la inversión, por definición. El problema se tiene que referir entonces a la forma en que se articulan con los comportamientos del sector real.

En los encuadres de política macroeconómica ortodoxa se procede con una ambigüedad: a cambios en la tasa de interés se presume que el efecto sustitución será mayor que el efecto ingreso. Así, *a priori*, el mecanismo único que se considera es que los aumentos en la tasa de interés debieran conducir a aumentar el ahorro. Curiosamente este efecto se postula sin incorporar el efecto que el aumento de la tasa de interés puede tener en el ingreso futuro. Pero no se puede omitir el hecho de que el ingreso futuro real, *a priori*, se postula no cambia. Este es un aspecto de la mayor importancia para el problema que estamos considerando ya que justamente equivale a suponer *ex ante* que los efectos ingreso no existen. Desde el punto de vista real de la formulación de política esto es un error grave. Equivale a suponer *ex hipótesis* que no hay efectos ingreso reales. La presunción de equilibrio se queda como referente cuando el problema de política económica justamente pasa por el problema de establecer los impactos reales. Además el impacto resultante sobre la tasa de ahorro, depende de

la manera en que incide en los flujos de entrada y salida de capital internacional, no en el nivel de ahorro interno de las familias y las empresas.

En consecuencia consideramos que el modelo macroeconómico relevante parte de los efectos que tendrá el vector de precios básicos $[E, i, w]$ en la decisión de inversión y en el nivel de ingreso. El impacto en el ahorro se observará entonces por tres funciones:

- El ahorro interno como una función de las ganancias realizadas por los capitalistas internos: $S_d = \phi(\Pi)$.
- El ahorro externo por la diferencia entre las tasas de interés interno y externo y la tasa de cambio esperada: $S_x = \phi\{(i' - i), E'\}$.
- El ahorro público como una función de la recaudación fiscal, misma que es una función del nivel de ingreso y una función inversa de la tasa de interés: $S_g = \chi(Y(\tau), i)$.

Evidentemente el monto total del ahorro, que es la suma de estos tres componentes $S_t = S_d + S_x + S_g$ puede o no ser igual que la tasa de inversión, lo que da paso al análisis de dos hipótesis fundamentales:

- el ahorro total puede incluso ser mayor o menor que la inversión;
- pero las entradas de ahorro externo pueden generar un efecto de expulsión del ahorro interno, una especie de efecto *crowding-out* del ahorro interno. Esto se observa ya sea como un aumento del consumo privado y/o un aumento del crédito al consumo.

El modelo para la decisión de inversión, en congruencia con el enfoque adoptado considera de manera general que la tasa de inversión responde a la tasa de ganancia esperada, que de manera general se puede representar por la siguiente función: $I_i = \psi(r' - r_i)$; en el que r' representa la eficiencia marginal de la inversión,⁷

⁷ Siguiendo la noción relevante que presenta Davidson (1994).

por lo que la función descansa en los diferenciales de ganancia esperados. Dada la forma de las ecuaciones de precios, es evidente que los aumentos de la tasa de interés serán adversos a la tasa de ganancia real.

Consumo público y el déficit fiscal

El consumo público (G) suele representarse como una variable definida arbitrariamente por alguna entidad política. En este escrito no se seguirá ese punto de vista en la medida en que se observa que en México el consumo público ha sufrido ajustes importantes a la baja, ya que pasó del 11 al 9 por ciento del PIB de 1990 a 2001. Esta reducción está claramente asociada al aumento del servicio de la deuda y a la gran dificultad para aumentar los ingresos fiscales por recaudación.

Por tanto la conducta del sector público se ha modelado considerando que el gasto público es una variable que responde positivamente al crecimiento del ingreso pero negativamente a la tasa de interés sobre el servicio de la deuda interna y externa: $G = \gamma(Y) + i_d D^e_d + i_r D^e_r$. Los efectos del gasto público sobre el ingreso serían positivos (se podría llamar un tramo kaleckiano) hasta un nivel en el que el sector privado los empieza a observar como un conflicto, por lo que podría reaccionar de manera adversa.

Por su parte, la recaudación parece ser una variable que sistemáticamente ha sido objeto de una negociación en extremo conflictiva con el sector privado. Por ello se ha modelado como una variable procíclica respecto al ingreso y las ganancias $T = \tau(Y, r)$. Se destaca que estos comportamientos se pueden postular independientemente de que se considere si el consumo público puede tener o no impactos en el ingreso, como en la teoría del multiplicador. Tampoco se discute si la actividad del sector público crea o no riqueza. Lo característico de este modelo es señalar que hay un tramo en que el gasto público es en cierta medida un componente endógeno al modelo, ya que $\gamma(Y) > 0$, lo que descansa en la idea de que el nivel del gasto responde al crecimiento del producto. Esto se puede fundar en la noción de que hay economías de escala en

las actividades que el sector público asume. El argumento de la equivalencia ricardiana no permite excluir estos casos.

Las características de estas dos funciones son: $\tau'(Y) > 0$ y $\tau''(Y) < 0$; con un límite en $\tau'(r) > 0$, como en el punto *b* en la gráfica 2. A partir de ese punto, cuando termina la fase Kaleckiana, se hará negativa con: $\tau'(r) < 0$, y $\tau''(r) < 0$. El gasto público se comporta de acuerdo con: $\gamma'(Y) > 0$, y $\gamma''(Y) < 0$ con un límite en el punto *b* de la gráfica 2. También se considera $\gamma'(r) > 0$ con un límite en el punto *b*. En adelante será negativa con: $\gamma'(r) > 0$, y $\gamma''(r) < 0$. Finalmente $\gamma'(i) < 0$ y $\gamma''(i) < 0$.

El comercio externo

Indudablemente que uno de los campos en que ha sido más profundo el impacto del cambio estructural ha sido el comercio internacional. De 1980 al 2000 México pasa de un nivel de comercio de 7 al 36 por ciento si lo medimos por la participación de las exportaciones en el PIB. Sin embargo es muy importante acotar la mayor sensibilidad del comercio exterior a dos elementos. Tanto exportaciones como importaciones parecen ser muy sensibles a la tasa de cambio real. Esto es cierto a pesar de que una parte muy importante de este comercio responde a la importación temporal de insumos para la industria maquiladora. Este cambio se ha dado con base en un salto radical en los términos de intercambio a partir de mediados de los ochenta. Este bien podría surgir del proceso de apertura y reorganización productiva que se genera con el cambio estructural.

Por ello, el modelo relevante que puede representar estos comportamientos es uno en que las exportaciones responden tanto a los componentes determinantes de la demanda internacional, como a los términos de intercambio y a la tasa de cambio real: $X = \chi(Y^*, \lambda, P)$. Las importaciones de manera análoga se representan por: $M = \mu(Y, \lambda^*, EP^*)$. Por tanto el saldo del comercio será $(X - M) = [\chi(Y^*, \lambda, EP) - \mu(Y, \lambda^*, EP^*)]$.

EL MODELO MACROECONÓMICO AGREGADO

EL MODELO completo se construye por la agregación de los cuatro componentes antes señalados. Esto se puede hacer insertándolos en la ecuación de demanda agregada total. En Ortiz (2002) se ha introducido un primer modelo de la siguiente forma:

Sustituyendo en $(S - I) = (T - G) + (X - M)$; tenemos

$$[s(\pi) - I(\lambda - w)] = [\tau(Y, r) - \{\gamma(Y) - i_d D^*_{id} - i_x D^*_{ix}\}] \\ + [\chi(Y^*, E, \lambda, EP) - \mu(Y, \lambda^*, EP^*)].$$

Reagrupando términos encontramos:

$$[s(\Lambda - W) - I(\lambda - w)] = [\tau(Y, r) - \gamma(Y) - i_d D^*_{id} - i_x D^*_{ix}] \\ + [\chi(Y^*, \lambda, EP) - \mu(Y, \lambda^*, EP^*)].$$

Hay dos maneras de tratar esta ecuación. La primera es desarrollando las magnitudes de demanda efectiva. La segunda es analizando las trayectorias de ajuste dinámico sugeridas por las formas funcionales sugeridas. Siguiendo la primera forma, encontramos que el modelo se puede construir por la agregación de la demanda efectiva cumpliendo la restricción de presupuesto establecida por el saldo del ahorro neto o después de servir los déficit público y externo. El modelo opera sobre cuatro variables: $[Y, i, E, r]$. Pero observamos que se puede subdividir en dos subsistemas, uno en el que se proyecta el desequilibrio interno, otro con el desequilibrio externo. La solución analítica para todo el modelo es consistente.

El subsistema interno es:

$$[s(\pi) + i_d D^*_{id}] - Ir = \tau(Y, r) - \gamma(Y) \text{ proyectado en el espacio } \{Y, r, i\}.$$

Y el externo es:

$$[S_x [(id - i^*), E] + i_x D^*_{ix}] = [\chi(Y^*, e) - \mu(Y, E)], \text{ en el espacio } \{Y, i, E\}.$$

En este trabajo, para profundizar en las características del proceso dinámico de ajuste ahora el modelo se resuelve en un espacio de fases relevante al análisis de las trayectorias de ajuste de las variables clave de la política monetaria, es decir en las tasas de crecimiento de $[E, i, w]$. La idea es representar el proceso de ajuste

de las variables macroeconómicas en el espacio de estos precios críticos al sistema. Para cerrar el modelo en su relación con las variables reales de precios e ingreso, el cuarto eje del sistema se proyecta con la productividad del trabajo.

La expresión del modelo de base recordamos que es:

$$[s(\Lambda - W) - I(\lambda - w)] = [\tau(Y, r) - \gamma(Y) - i_d D^e_d - i_r D^e_r] \\ + [\chi(Y^*, \lambda, EP) - \mu(Y, \lambda^*, EP^*)].$$

Reordenando términos tenemos:

$$S_s(E, i) = [s(\pi) - I(\lambda - w)] = \\ [\tau(Y, (\lambda - w)) - \gamma(Y) - i_d D^e_d - i_r D^e_r] + [\chi(Y^*, \lambda, EP) - \mu(Y, \lambda^*, EP^*)]$$

o sea:

$$= [\tau(Y, (\lambda - w)) - \gamma(Y) - i_d D^e_d - i_r D^e_r] + [\chi(Y^*) - \mu(Y)] \\ + [\chi \lambda - \mu \lambda^*] + [\chi(EP) - \mu(EP^*)]$$

Por tanto para cada nivel del déficit podemos representar:

- Las funciones de ahorro e inversión en el espacio: $\{\lambda - w\}$.
- La función $I(\lambda - w)$ es una función positiva en ambos argumentos, aunque probablemente más flexible a aumentos en la productividad del trabajo.
- La función de ahorro $s(\Lambda - W) = s(\pi)$, se vincula con el ingreso total, por tanto se puede sintetizar como una función $S = s(Y)$.
- La recaudación fiscal y el gasto gubernamental están considerados reflejando el peso del servicio de la deuda en el espacio $\{w, i\}$.
- El ingreso tributario $\tau(Y, (\lambda - w))$ es una función positiva de ambos elementos en su argumento, aun cuando es claro que hay un límite sobre el segundo término. Este componente puede desencadenar conductas no lineales y caóticas.
- El gasto público considera dos componentes: $\gamma(Y)$, que es positivo en su argumento, y un elemento que se resta, el servicio de la deuda $(i_d D^e_d + i_r D^e_r)$, para cerrar el balance presupuestal. El resultado de aumentos de la tasa de interés entonces será de reducir el consumo público.

- Exportaciones e importaciones están reflejadas desde el punto de vista del movimiento en los términos de intercambio y la tasa de cambio para niveles dados de ingreso, en el espacio $\{E, \lambda\}$, considerando dos diferentes componentes:

- Un efecto de elasticidad ingreso $[\mu(Y) / \chi(Y^*)]$, que es una función decreciente de la tasa de cambio y positivo a los crecimientos de la productividad del trabajo, como en el punto Y_e .

- Un componente de productividad que refleja los términos de intercambio $[\chi(\lambda) / \mu(\lambda^*)]$, que es una función positiva en ambas partes de su argumento, como en λ .

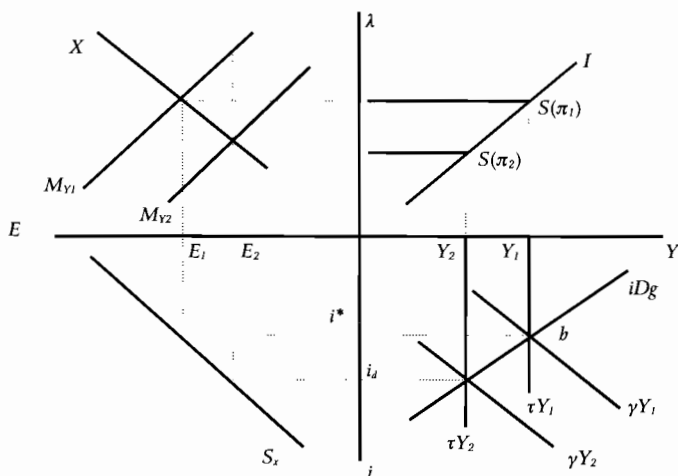
- En un mundo en el que las tasas de cambio expresan la productividad real, estas dos últimas funciones deben ser iguales. En las observaciones sobre una economía pequeña y abierta como la mexicana no lo serán, salvo circunstancialmente, puesto que el modelo no es estable en su estructura de precios como se demostró en la sección anterior. La solución a una tasa nominal de cambio entonces estará aparejada con una pérdida en términos de intercambio.

- Finalmente, el déficit de ahorro aparece como la demanda por ahorro externo en el eje $\{E, i\}$.

La posición inicial refleja un equilibrio, en el cual todo el sistema tiene una solución, concebible en tanto que el sistema tiene 11 incógnitas y 11 ecuaciones. Sin embargo es claro que es una sobresimplificación en la medida en que el modelo está abierto a la posibilidad que las funciones de inversión, del gasto público, del servicio de la deuda y de los términos de intercambio podrían no ser lineales. La gráfica 2 representa el espacio conjunto de solución.

Iniciamos con la introducción de una política antiinflacionaria por el ST, consistente en “pegar la tasa de cambio”, compensando con aumentos en la tasa de interés, destinados a cerrar el déficit comercial y el servicio de la deuda. Los impactos se siguen de manera directa. El aumento del costo del servicio de la deuda desplaza el consumo público de γY_1 a γY_2 . Si se aceptara que no hay impactos

GRÁFICA 2
DINÁMICA DE LOS EFECTOS REALES
DE LA POLÍTICA MONETARIA



multiplicadores, porque el aumento del consumo público se asociara a una reducción del consumo privado, la pregunta importante está alrededor de los presumibles impactos sobre la tasa de inversión y de ahorro.

Nuevamente partimos de un punto de equilibrio, pero los flujos de entrada de capital autónomos conducen a un punto como el $[E', i']$, con el ST solamente ajustándose pasivamente, en un modelo de flotación pura. El problema puede parecer que se han estimulado flujos de capital por encima de las necesidades de financiamiento externo, sea por servicio de la deuda externa y/o del déficit comercial. En este caso la dificultad aparece porque no es claro si el ST tiene la capacidad de frenar los flujos de capital autónomos y/o de neutralizar sus impactos en la economía. En tanto los flujos de capital continúen, no sólo no hay razón para que el desequilibrio se cierre, sino que de hecho puede estar siendo autoestimulado por los flujos de capital mismos, a pesar de sus efectos recesivos en la economía, como lo han mostrado Cornfold y Kregel (1996).

Destaca entonces que la brecha entre las tasas de interés estimula una situación en la cual, a pesar del exceso de ahorro total, la brecha de ahorro externo continúa abriéndose, imponiendo mayores flujos de ahorro externo, que en realidad desplazan el ahorro interno. Tenemos entonces un efecto de desplazamiento del ahorro interno, como una especie de *crowding-out* del ahorro interno.

Esto abre dos preguntas: ¿por qué razón el banco central permite esto?; o es que ¿simplemente no lo puede evitar? Hay dos razones para argumentar que el BC en su papel de ST se encuentra en una contradicción. Tenemos que permite o coadyuva en esta política por una de dos de las siguientes razones:

- por la necesidad de obtener flujos crecientes de recursos externos sea para servir la deuda externa, tanto pública como privada, además de atender un déficit de cuenta corriente creciente, y
- para sostener una política antiinflacionaria creíble por un lapso suficientemente largo como para eliminar expectativas desfavorables sobre la tasa de cambio y la tasa de inflación.

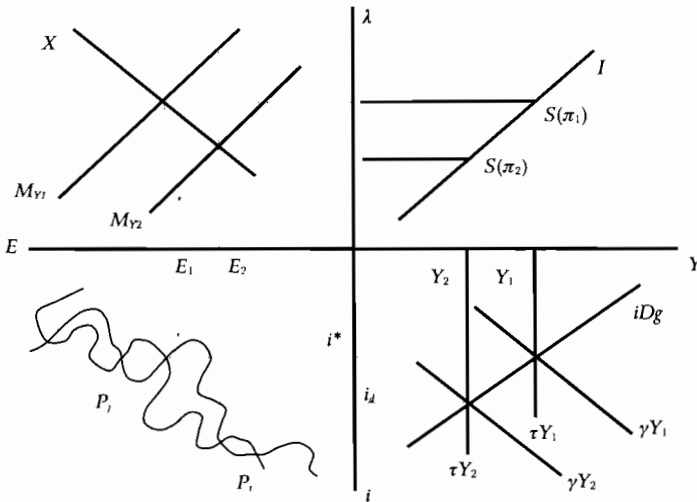
Sin embargo, los resultados en el corto plazo no se pueden sostener ni en el mediano plazo debido a los efectos recesivos que con ello se generan. Por ello, una vez que el ST se encuentra comprometido con esa posición, cualquier impacto puede provocar una reversión en los flujos de capital, obligando a un ajuste precipitado de consecuencias desastrosas, porque no se reducirán al ajuste entre importaciones y exportaciones. Ahora tendrán necesariamente severos impactos en la posición entre activos y pasivos de las empresas y bancos de la economía. Son estos ajustes los que ahora generarán una presión al ajuste de precios que es claramente inflacionaria. La pregunta relevante ahora es si los ajustes que genera el proceso de mercado pueden corregir el desequilibrio, en un entorno dominado por el ajuste recesivo e inflacionario.

La revaluación de activos como mecanismo primario de ajuste, como en el modelo de McKinnon y Huw (1995), descansa en la presunción de que las políticas antiinflacionarias deben inducir un proceso de revaluación de activos financieros que debe con-

ducir a estimular la tasa de inversión. Sin embargo este mecanismo para operar de hecho requiere condiciones de estabilidad que las políticas antiinflacionarias mismas han destruido, particularmente en el mercado de capitales. El énfasis del modelo ortodoxo de estabilización en déficit fiscal cero y baja inflación de hecho estaría trabajando en dirección opuesta a la necesaria para el proceso de estabilización. La razón es que las mismas políticas de estabilización crean condiciones de presión en el mercado de capital, que no se pueden resolver con los recursos disponibles en una economía en crisis y cuyo banco central es incapaz de emitir el medio de pago que entonces sería aceptable, es decir divisas fuertes.

¿De qué manera se pueden ajustar los agentes frente al vector de precios de base que les ha enviado el ST? La gráfica 3 ilustra el problema:

GRÁFICA 3
DESEQUILIBRIO MACROECONÓMICO
Y ESTRUCTURA DE PRECIOS



Bajo el enfoque ortodoxo el aumento de la tasa de interés debería estar asociado a un aumento del ahorro interno. Pero el aumento de la tasa de interés y la sobrevaluación cambiaria se asociarían con una caída de los términos de intercambio y de la rentabilidad de la inversión, de acuerdo con nuestras ecuaciones de precios. Si el planteamiento se discutiera desde la bifurcación de las ecuaciones de precios, entonces el problema descansaría en la presunción de que la tasa de inversión de los sectores ganadores con el nuevo vector de precios sea mayor que la reducción de los sectores perdedores. Si predomina el efecto de desplazamiento del ahorro interno por el externo, en parte se resuelve el problema a través del aumento del consumo privado, por tanto desplazando el ahorro interno. Sin embargo ello no resuelve el problema sobre el presunto comportamiento de la tasa de inversión. En este modelo, el deterioro de los términos de intercambio se asocian a una reducción de la productividad del trabajo. La consecuencia entonces será una caída de la rentabilidad, sea porque la productividad del trabajo se reduce o porque los términos de intercambio se deterioran. La diferencia entre ahorro e inversión se resuelve por el lado corto, con una reducción real de la tasa de inversión y de ahorro interno.

Pero el balance externo también sufre por otra razón, que es de mayor alcance. A una menor tasa de cambio real, la distancia entre los términos de intercambio reales (en unidades de productividad del trabajo) y los términos de intercambio nominales (precio de exportaciones/precio de las importaciones) se abrirá a un nivel de ingreso determinado. El resultado es una pérdida en términos de intercambio respecto a la primera posición. Esto tiene un efecto perverso sobre el nivel de ingreso que abre aún más la brecha entre los términos nominales y reales de comercio. El efecto entonces conduce a dañar la capacidad competitiva de la economía.

Si acaso hay un efecto sobre la tasa de inflación, será mayormente atribuible al impacto recesivo de operar a un menor nivel de ingreso. Salvo por una posibilidad, si los propietarios del capital observan que la tasa de interés de alguna manera refleja las expectativas de inflación, entonces el ajuste descrito será no sólo rece-

sivo, sino también inflacionario. Ésta, permanecerá reprimida si el ST logra recuperar rápidamente los flujos de capital externo y entonces es capaz de sostener una situación de sobrevaluación cambiaria. ¿Por cuánto tiempo? En tanto se pueda confiar en la capacidad de pago de la deuda externa del gobierno, los flujos de capital se mantendrán. En el momento en que ya no sea creíble esa valuación, los flujos de capital cesarán precipitando un ajuste desastroso. En realidad, la llamada regla de Taylor se transforma en un límite, el que se encuentra por la capacidad de servir la deuda externa.

¿FUNDAMENTOS MACROECONÓMICOS SANOS?

EN EL MUNDO de los modelos de equilibrio general pareciera que el orden de los factores no afecta el resultado, pues todo se resuelve simultáneamente en equilibrio general. Lamentablemente en el mundo real de la política económica la forma y tiempo en que aparecen los desequilibrios es de la mayor importancia. Las presuntas soluciones no pueden ser ajenas a la forma en que se pueden instrumentar. En viejos textos como el de la *Teoría de la política económica* de Tinbergen (1952), la noción esencial de la política económica es que hay una especificidad del recetario de políticas a las situaciones particulares. La concepción de políticas hoy en boga las presenta como si fueran de validez universal. Ciertamente se pueden encontrar muchísimas similitudes en comportamientos patológicos a nivel mundial. Pero de ello no se puede seguir la pretensión de que hay un recetario de validez universal.

Las prácticas recientes parecieran descansar en la idea de que es posible e imperativo adoptar un conjunto de prácticas y condiciones que presuntamente debieran crear condiciones adecuadas para el fomento de actividades productivas. Así, con carácter religioso se han adoptado las siguientes creencias:

- Abatir la inflación es el problema de política predominante en todo momento en cualquier lugar del mundo.
- La causa única de la inflación son los déficit públicos monetizados.

- Bancos centrales “independientes” no serán proclives a la inflación.
- Las economías sólo crecen por “impulsos reales”, desde el lado de la oferta. La demanda no ejerce ningún efecto en la posibilidad de crecer.
- La actividad del sector público no incide en la capacidad de crecimiento económico en forma alguna.
- Las decisiones de gasto e inversión privadas son suficientes para conducir a decisiones óptimas, independientemente del entorno macroeconómico. Lo macro es un agregado de las asignaciones eficientes de los agentes privados.
- El alcance de la política macroeconómica es nulo. Tan sólo imperan ajustes reales en un espacio de política monetaria neutral.

La creencia en estos postulados no necesariamente es consistente con la presunta validez de los postulados de “fundamentos macroeconómicos sanos”.

En este trabajo se ha planteado el problema de teorizar la forma en que puede operar un encuadre de política económica denominada de “fundamentos macroeconómicos sanos”, es decir aquella en que la política fiscal se amarra a un esquema de déficit cero y la política monetaria se especifica por acciones tendientes a lograr una tasa de inflación cero.

El problema reside en especificar la manera en que estas presuntas condiciones debieran ser suficientes para la estabilidad macroeconómica y pueden incidir en el proceso de formación de los precios. Al analizar si el ST está en capacidad de percibir y reaccionar a los desequilibrios de los agentes nos encontramos que no es consistente.

El planteamiento teórico convencional incurre en una simplificación ilegítima respecto al problema de formulación de política económica. El tratamiento ortodoxo suele primero articular un esquema que pomposamente se denomina de equilibrio general; por el cual en un esquema con un agente consumidor prototipo,

maximizando su función de utilidad intertemporal se resuelve la asignación entre consumo y ocio y entre consumo presente y futuro. Luego se determina el monto del ahorro que será puesto a disposición de la sociedad para consumo futuro. La utilización del mismo ocurre por un problema de optimización de la producción, en el que se resuelve la demanda por trabajo y capital. El así ilegítimamente denominado problema de equilibrio general determina los precios y asignación de factores de equilibrio del presente hasta la “eternidad”. Una vez hecho esto, se le “pega” alguna condición presuntamente macroeconómica sobre algo que se denomina dinero, pero que no funciona como medio de cambio pues con la ecuación cuantitativa el dinero es expulsado del sistema; de algo que se denomina financiamiento, pero que no opera como creación de crédito; y de un sector público cuya única dimensión se entiende como consumo público. La enorme interdependencia entre estos tres fenómenos y el denominado sector real sencillamente es ignorada.

Los resultados y las conclusiones de política económica de estos modelos parecen haber sido escritos antes de desarrollar su entramado teórico: el ámbito de la política económica debe ser no interferir con las decisiones privadas de asignación de factores y formación de precios. Para ello, un contexto de acción pública ínfimo o nulo es el mejor. La única regla de política económica que queda es: o que la cantidad de dinero que se coloca por el banco central crezca a la misma tasa de crecimiento del producto real, o que la tasa de interés se fije igual a la tasa intertemporal necesaria para promover un nivel de ahorro consecuente.

En este punto encontramos que hay un terrible desliz teórico y práctico. Se postula que la condición necesaria y suficiente del equilibrio general, en un óptimo paretiano competitivo es que el saldo público sea cero e inflación cero. Sin embargo, con ello en realidad se está postulando que estas condiciones operan de manera reversible a la forma en que se obtuvieron lógicamente. Para ponerlo gráficamente:

Primero se obtuvo una condición de equilibrio general, y después se construye un puente parcial sobre los agregados macroe-

conómicos: [equilibrio general] \rightarrow [condiciones de equilibrio macroeconómico]. Es parcial porque no es cierto que los elementos macroeconómicos estén presentes en las decisiones individuales de optimización. Mientras que el postulado de política económica en realidad parece que significa lo opuesto, es decir que: dadas las [condiciones o fundamentos macroeconómicos “sanos”] luego entonces se ha de encontrar: [equilibrio general].

Considero que la forma en que se obtuvo el planteamiento no permite postular que la proposición sea reversible. La única forma en que el planteamiento sería congruente, sería demostrar esta última proposición en este orden. Ello exige trabajar con un modelo de formación de los precios en el que se alimentan como elementos externos los impactos de la política macroeconómica, y la posición de los agentes no se define ex hipótesis como de equilibrio general cualquiera que ella sea. Esto es justamente lo que hemos hecho en las dos secciones precedentes.

De manera esquemática la construcción ortodoxa parece ser:

Sea (a) = [equilibrio general competitivo, Pareto óptimo]

Sea (b) = [equilibrio fiscal: $T = G + iD$]

Sea (c) = [inflación igual a cero, o igual a la meta inflacionaria fijada por el BC].

El problema, en la construcción ortodoxa, se ha formulado diciendo:

Si (a) y (b), entonces (c), la economía estará en un equilibrio óptimo de Pareto.

Sin embargo el problema de política económica se formula diciendo:

Si (c) y (b) entonces la economía estará necesariamente en (a).

Nuestra argumentación es que aún si se postula que: si (c) y (b) existen o se alcanzan de alguna manera, de ello no se sigue que necesariamente la economía al estar en (a) y (b) luego entonces de-

biera conducir a (*a*). El problema es que esta última proposición o no está demostrada o es circular. La razón es que la condición (*a*) se puede postular independientemente de cualquiera que sea (*b*) o (*c*). Que pudieran ser consistentes en un equilibrio ideal en todos los aspectos. Pero no demuestra que dado el uno, luego entonces el otro tiene que ocurrir. Por ello, al postular la reversibilidad en el argumento con base en una condición construida ex hipótesis, equivale a dar por sentado justo lo que habría que demostrar.

Sin embargo, el problema de política macroeconómica es otro. Lo que se debe demostrar es por qué razón, una cierta condición (*c*) y/o (*b*) debiera conducir de alguna manera a lograr (*a*). Para construir esa proposición, el punto de partida es que los agentes de entrada no tienen por qué estar en equilibrio y el problema es entender de qué manera la política económica actúa para conducir al equilibrio. Este es un problema en el que hay un proceso temporal definido en tiempo real. Pero además, es un problema en el que se tiene que partir de la plena interdependencia general entre los agentes y sus conductas agregadas de consumo, inversión, comercio exterior, financiamiento y transacciones monetarias.

Los dos modelos presentados en las secciones anteriores, presentan un encuadre más rico y con mayores elementos de interacción entre lo “micro” y lo “macro”, y no obstante no pretenden hacer un reclamo de ser de “equilibrio general”. En una situación tan simple como de dos productores se encuentra que ya no es posible postular que los patrones de reacción de los agentes debieran ser necesariamente convergentes a una solución de equilibrio única e inequívoca.

En el segundo modelo se muestra que un banco central comportándose bajo las reglas actuales, es decir desempeñándose como subastador tiránico, al pretender imponer un marco de política como el denominado de “fundamentos macroeconómicos sanos” simplemente en lugar de acercar a los agentes a una situación de equilibrio, del tipo figurado y perseguido por el ST, los conducirá a alejarse de dicha condición.

FUNDAMENTOS MICROECONÓMICOS
PARA LA ESTABILIDAD Y EL CRECIMIENTO

¿DE QUÉ manera se podría replantear el problema de las condiciones de estabilidad en el encuadre analítico propuesto? El problema se puede postular como las condiciones necesarias y suficientes para que el circuito de inversión pueda ser exitoso y reproducirse. Esto en buena medida primero depende de que las señales del ST sean razonablemente entendidas por todos los agentes. Pero muchísimo más importante es que el ST pueda cambiar su sistema de señales, es decir que pudiera ser capaz de percibir las señales de desequilibrio de los agentes. Para ello sería esencial un cambio institucional que lo obligara a reaccionar a los desequilibrios de los agentes y no sólo a preservar la capacidad adquisitiva de la moneda.

En la imposibilidad objetiva que el ST pudiera percibir los desequilibrios de todas las líneas de precios, quizás sea posible postular algunos balances significativos de la capacidad de ajuste de los agentes, por ejemplo:

- a) el nivel de la tasa de desempleo abierto y del empleo precario;
- b) el nivel y tasa de variación de las carteras vencidas;
- c) la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo;
- d) la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo respecto a las variaciones de la tasa de interés;
- e) la tasa de expansión de la intermediación bancaria;
- f) la tasa de crecimiento del producto;
- g) las necesidades de ajuste frente al cambio estructural, que se observa como un elemento esencial para *todos* los agentes sociales.

Estos indicadores no han sido seleccionados de manera arbitraria, pues de alguna manera se refieren a los espacios de acción de las señales del vector de precios de base que el ST envía: Estos indicadores bien podrían comportar un conjunto de “fundamentos microeconómicos para la estabilidad y el crecimiento”. La visión

es que si los precios que envía son tales que de hecho son espacios económicos en que la interacción de la oferta y la demanda no forman el precio, entonces la gestión de la política monetaria debiera ser articuladora de un vector capaz de ser consistente al menos con permitir que los agentes puedan tener un margen de ajuste. De no lograrlo, ocurrirán una de tres situaciones:

1. no podrán cubrir sus compromisos financieros, con lo que el ciclo de fondeo bancario no se cierra y los bancos al siguiente ciclo podrían reducir el nivel de crédito y su costo, con lo que la situación empeoraría para el sector productivo;
2. no podrán recuperar el capital adelantado, y por tanto no estarán en capacidad de volver a reproducir ese mismo nivel de inversión en el siguiente periodo. La consecuencia será una reducción de su nivel de inversión y actividad, o
3. no podrán realizar un nivel adecuado de rentabilidad que les permita reproducir o expandir su nivel de inversión para el siguiente periodo. La consecuencia podrá ser un aumento en el nivel de desempleo (¿estructural o coyuntural?).

En tanto cualquiera de estas situaciones se vuelva sistémica, es decir que afecta a núcleos importantes de agentes económicos, la caída en el ingreso afectará la solvencia fiscal del gobierno. Si el ST interpreta que los desequilibrios deben resolverse en el espacio de las empresas, entonces el problema se tendría que reubicar a la forma en que el vector de precios de base puede coadyuvar al cambio estructural, o lejos de ello, se constituye en un severo obstáculo para impulsarlo.

Mi interpretación de estos comportamientos para la economía mexicana en los últimos 10 años, es que la gestión del ST, es decir del Banco de México, ha sido bloquear las capacidades de ajuste de los agentes porque no está dispuesto a percibir las señales de desequilibrio de los agentes, y porque tiene un concepto del cambio estructural que no se ajusta al que los agentes identifican como viable. Frente a ello los agentes han desplegado estrategias alter-

nativas de ajuste y sobrevivencia que dan por resultado comportamientos que desembocan en:

- la reducción del crecimiento a cero;
- la bifurcación de la economía entre sectores ganadores y perdedores, y
- el aumento del desempleo y el subempleo o cualquiera de las formas de ocupación precaria.

La pregunta crucial entonces estriba en enfrentar la hipótesis de base de todo el modelo del cambio estructural: ¿Es concebible que la expansión de los sectores ganadores sea suficiente para arrastrar el crecimiento de toda la economía y eventualmente ocupar productivamente a toda la población?

El énfasis de la pregunta está en las capacidades del sistema, no para discriminar a los ganadores de los perdedores. Lo que no ha mostrado es capacidad para generar un efecto de arrastre sobre el conjunto de la economía. Es decir, el problema estriba en la capacidad que puede tener el modelo real para generar crecimiento para el conjunto de la economía. Esta característica se ha convertido en el talón de Aquiles para todo el modelo.

El argumento aquí presentado significa que la orientación de política que imprime el subastador tiránico trabaja en sentido contrario a generar y potenciar esas capacidades de crecimiento. No es de extrañar entonces que se haya desembocado en el brutal crecimiento de la llamada “economía informal”.

En un documento reciente Williamson (2003) pretende reabrir la discusión sobre las reformas estructurales necesarias para lograr que las economías en vías de desarrollo y subdesarrolladas vuelvan a crecer. Su planteamiento es simple, los tropiezos encontrados son atribuibles a que no se llevaron a fondo las reformas planteadas bajo los postulados del llamado Consenso de Washington. La declaración de Santiago (1998) parecería insertarse en esa dirección. Sin embargo es importante señalar que en ambas hay un vacío total de evaluación sobre la forma en que funcionaron los programas de cambio estructural emprendidos desde mediados de

los ochenta. Tampoco se ha evaluado la forma en que los mismos procesos de cambio estructural transformaron las capacidades y condiciones de los países subdesarrollados y en vías de desarrollo para retomar o reencauzar sus programas de cambio estructural. Por esa razón, los argumentos en pro de las llamadas “reformas de segunda generación” se ven como una expresión de ligereza extrema.

La argumentación precedente destaca algunas de las características del cambio estructural que han resultado de los procesos iniciados desde mediados de los años ochenta. El esquema destaca comportamientos que no son intrínsecos a una economía atrasada *per se*. Son comportamientos que surgen de las transformaciones generadas por el proceso de cambio estructural realizado. Por ello resulta inaceptable la idea de que profundizando el esquema entonces generaría comportamientos de otra calidad.

El argumento por un nuevo esquema de reformas estructurales descansa en que los que están en ejercicio parecen haber llegado a un límite.

BIBLIOGRAFÍA

- ARESTIS, Philip (1992), *The Post-Keynesian Approach to Economics. An alternative Analysis of Economic Theory and Policy*, Edward Elgar Publishing, Reino Unido.
- BENETTI, C. (1986), “La theory de la Demand Effective chez Torrens”, *Cahiers d’Economie Politique*, París, núm. 6, pp. 9-33.
- (1998), “La structure logique de la Théorie Générale d’ Keynes”, en *Cahiers d’Economie Politique*, París, núm. 13.
- BERNANKE, Ben y Frederick Mishkin (1997), “Inflation targeting: A new framework for monetary policy?”, *Journal of Economic Perspectives*, 11 (2), primavera, pp. 97-116.
- BLINDER, Alan (199), *Central Banking in Theory and Practice*, The MIT Press, Cambridge, USA.
- CLARIDA, R., J. Galí y M. Gertler (2001), “Optimal monetary policy in open versus closed economies: An integrated approach”, *American Economic Review. Papers and Proceedings*.
- CORNFOLD Y KREGEL (1996), “Globalisation, Capital Flows and International Regulation”, *Working Papers núm. 6*, The Jerome Levy Economics Institute.

- DAVIDSON, Paul (1994), *Post Keynesian Macroeconomic Theory*, Reino Unido, Edward Elgar Publishing.
- EATWELL, J. y L. Taylor, "A World Financial Authority", en J. Eatwell y Taylor (eds.), *A World Financial Authority*, Nueva York, Oxford University Press.
- EICHNER, Alfred (1984), "A general model of investment and pricing", en Nell, *Growth, Profits y Property. Essays in the revival of political economy*, E.U.A., Cambridge University Press.
- FLASCHEL, P. y W. Semmler (1987), "Classical and Neoclassical Competitive Adjustment Processes", *The Manchester School*, LV (1) marzo, pp. 13-37.
- GANDOLFO, Giancarlo (1985), *Economic Dynamics: Methods and models*, Holland, North Holland.
- KALECKY, M. (1973), *Teoría de la dinámica económica*, México, Fondo de Cultura Económica.
- KEYNES, J.M. (1960), *La teoría general del empleo la ocupación y el interés*, Fondo de Cultura Económica, México.
- KUBLIN, Ingrid (1989), "Stability in Classical Competition: An alternative to Nikaido's Approach", *Zeitschrift für Nationalökonomie*, 50 (3).
- MCKINNON, R. y Huw Pill (1995), "Credible liberalizations & international capital flows", mimeo., Department of Economics, Stanford.
- ORTIZ, Etelberto (1997), "Disequilibrium Pricing, Critical Equilibrium and the Real Cycle", en Davidson y Kregel, *Improving the Global Economy*, Edward Elgar Editors, Reino Unido.
- _____ (2002), "Formación de precios, inflación y política monetaria en una economía pequeña y abierta", en Guadalupe Mántey y Noemi Lévy, *Globalización financiera e integración monetaria. Una perspectiva desde los países en desarrollo*, Porrúa-UNAM, México.
- _____ (2003), "Pricing in a Small Open Monetary Economy. a Post Keynesian Model", *Journal of Post Keynesian Economics*, invierno 2003-2004.
- PENTECOST, Eric (1993), *Exchange rate dynamics*, Edward Elgar Editors, Reino Unido.
- ROCHON, Louis-Philippe, 1999, *Credit Money and Production*, Edward Elgar Publishing Limited, Reino Unido.
- TAYLOR, John (1993), "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39 (0), diciembre, pp. 195-214.

- _____ (2001), "The role of exchange rate in monetary-policy rules", en *American Economic Review. Papers and Proceedings*.
- THIRLWALL, A.P. (1997), *Macroeconomic issues from a Keynesian perspective*, vol. 2, Reino Unido, Edward Elgar Publishing.
- _____ (2002), *The Nature of economic growth. An alternative framework for understanding the performance of nations*, Cheltenham, Reino Unido, Edward Elgar Publishing.
- TINBERGEN, Jan (1952), *On the Theory of Economic Policy*, Amsterdam. North Holland.
- TOBIN, James (1969), "A general equilibrium approach to monetary theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, febrero.
- WILLIAMSON, John (2003), "No hay consenso en el significado", *Finanzas y Desarrollo*, septiembre.
- WOODWARD, Michael (2001), "The Taylor Rule and optimal monetary policy", *American Economic Review. Papers and Proceedings*.
- WRAY, Randal (1998), *Understanding Modern Money.- The Key to Full Employment and Price Stability*, Gran Bretaña, Edward Elgar Publishing Lim.

CARLOS A. ROZO*

Inflación, bursatilización y política monetaria

INTRODUCCIÓN

EL ALTO grado de estabilidad macroeconómica de México en los últimos años ha implicado una inflación continuamente a la baja. Así, esta tendencia en el crecimiento de los precios alcanzó el nivel de 4.4 por ciento en 2001, el más bajo desde finales de los setenta y muy por debajo del 6.6 por ciento pronosticado por el Banco de México. La restricción fiscal del gobierno ha contribuido a esta baja en la inflación, pero es la política monetaria del banco central la que se coloca como el instrumento fundamental de la estabilidad. En esta perspectiva el banco central cumple con el objetivo propuesto de bajar la inflación y consolida su credibilidad frente a la comunidad internacional. Como veremos en este trabajo, esta tendencia a la baja de los precios no es un resultado exclusivo de la experiencia mexicana, sino que aparece como una experiencia generalizada tanto en países industriales como en desarrollo. Lo que debería despertar el debate es que este éxito antiinflacionario generalizado ocurre simultáneamente a la existencia de grandes flujos de capital y excesos de liquidez en las economías nacionales.

Ello obliga a preguntarse si los resultados de la baja inflación son consecuencia de la política económica o responden a factores de otra índole. En particular, adelanto el argumento, a nivel de hipótesis, de que existen factores de cambio estructural en el sector financiero que son tan importantes como lo puede ser la política

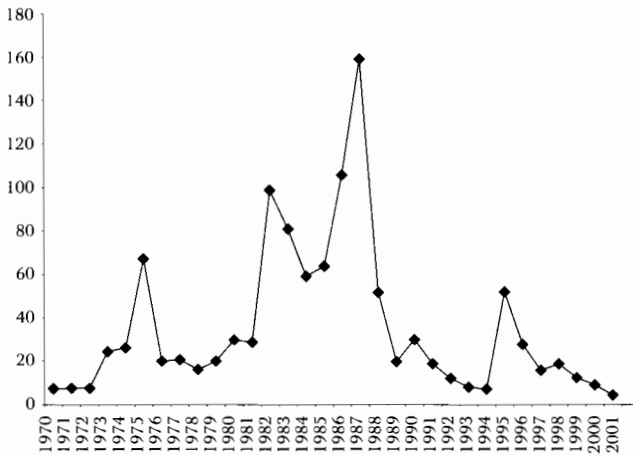
*Universidad Autónoma Metropolitana-Xochimilco (rozo@cueyatl.uam.mx). Agradezco la ayuda de investigación de Flor de la Cruz.

monetaria. Este factor estructural es el paso de un sistema de crédito basado en la actividad bancaria a otro en que son los mercados financieros, de deuda y de capital, los que asumen esta tarea. Ello ocurre no como un fenómeno mexicano sino que aparece como un cambio generalizado de las estructuras en las economías de mercado. En este trabajo, que intenta apuntalar a la pertinencia de esta hipótesis, se presenta inicialmente una revisión del comportamiento de largo plazo que muestra la inflación, medida por el índice de precios al consumidor, en México, Estados Unidos y en el conjunto de países industriales y en desarrollo y se evidencian algunas inconsistencias empíricas de las teorías sobre los canales de transmisión de la política monetaria. A continuación se elabora sobre los elementos de la hipótesis propuesta haciendo referencia a los cambios estructurales que favorecen la bursatilización de la actividad financiera y que se proponen como factores centrales en reducir la inflación en el sector real pero que impulsan la inflación bursátil y se examinan las repercusiones de estos cambios. Por último, se hace una reflexión sobre la necesidad de considerar estos cambios y sus repercusiones en los precios de los activos financieros en la planeación y ejecución de la política monetaria.

TENDENCIA DE LOS PRECIOS

LA EXPERIENCIA inflacionaria de la economía mexicana se puede interpretar de dos maneras (véase gráfica 1). La primera es que se han experimentado tres ciclos inflacionarios entre 1970 y 2001. Estos ciclos han tenido duraciones más o menos iguales de una década aunque sus comportamientos han sido muy diferentes como lo indican sus niveles promedio de variación de precios y la volatilidad de estos movimientos, dada por la desviación estándar. El ciclo intermedio entre 1980 y 1989 ha sido el de mayor variación con un nivel promedio de cambio de los precios de 70 por ciento y una volatilidad de 41 por ciento. El último y el primero son más parecidos y producen menos distorsión aunque el primero es más estable que el segundo, no obstante que el nivel promedio de crecimiento de los precios fue mayor.

GRÁFICA 1
MÉXICO: TENDENCIA DE LA INFLACIÓN, 1970-2001



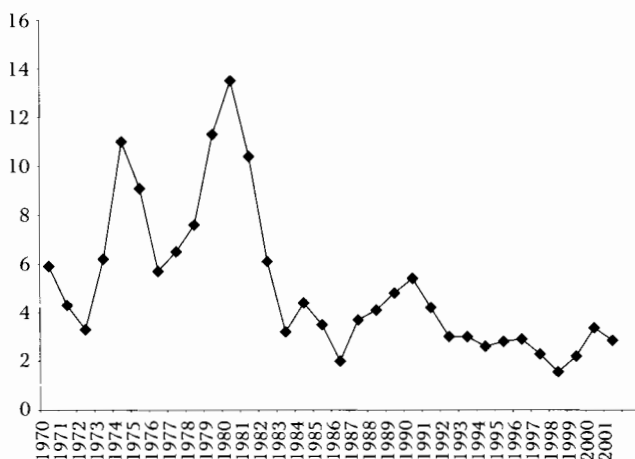
La segunda interpretación es ver en este comportamiento de los precios la presencia de dos tendencias diferentes en el periodo. La primera es una tendencia al alza de los precios, inicialmente a paso lento y luego, desde 1982, a un paso más acelerado hasta que en 1987 alcanza su máximo nivel con una tasa de crecimiento de 159.2 por ciento. A partir de entonces la tendencia es indiscutiblemente a la baja, aunque con el chipote causado por la devaluación de 1994.

En cualesquiera de estas dos interpretaciones, el periodo que abarca de finales de los años ochenta hasta el 2001 evidencia un comportamiento muy diferente al de las dos décadas anteriores. Ello se manifiesta en la tendencia a un descenso paulatino en la tasa de inflación y a una menor volatilidad en este movimiento. De hecho, si se eliminara el chipote de 1995 la inflación promedio en México en este último periodo sería de 18 por ciento con una volatilidad de sólo 12 por ciento. Se tienen así los más bajos niveles de movimiento de los precios en las últimas tres décadas.

TENDENCIAS GENERALES

LA EVOLUCIÓN de los precios arriba descrita no es privativa de México sino que muestra una tendencia que se puede apreciar en muchos países. De hecho, en la década de los noventa los países industriales experimentan dicha tendencia de reducción de los niveles de inflación que llevó a los niveles promedio más bajos de crecimiento de los precios desde la década de los cincuenta al llegar a una tasa de inflación de 0.8 por ciento en 1999. En Estados Unidos, por ejemplo, esta tendencia llevó al nivel de inflación de 1.55 por ciento en 1998, con la virtud de que la estabilidad y los bajos niveles de crecimiento de los precios ocurrieron desde mediados de los años ochenta, tal y como se aprecia en la gráfica 2.

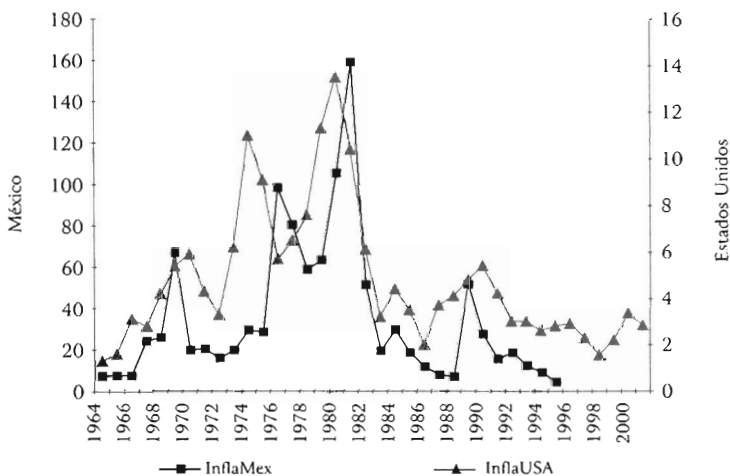
GRÁFICA 2
ESTADOS UNIDOS: TENDENCIA
DE LA INFLACIÓN, 1970-2001



Este logro en el control de la evolución de los precios llevó a que se llegara a plantear la inflación como un problema resuelto (Boote, 1996). Las expectativas inflacionarias que aparecieron en 2000-2001 demuestran lo prematuro de estas posiciones.

Un elemento que se aprecia en la tendencia de largo plazo es la similitud de los patrones inflacionarios nacionales. Estados Unidos y México, aunque con un rezago significativo, manifiestan este comportamiento similar, el cual se observa al sobreponer los dos patrones nacionales con un rezago de varios años (véase gráfica 3). Ello significa que en México los precios se mueven en una dirección similar a la que ocurrió en los Estados Unidos con seis a siete años de diferencia. Por supuesto, los niveles absolutos a los cuales ello ocurre son muy diferentes ya que mientras en Estados Unidos el máximo nivel de inflación es 13.5 por ciento ocurrido en 1980, en México ocurrió en 1987 con un nivel de 159.2 por ciento.

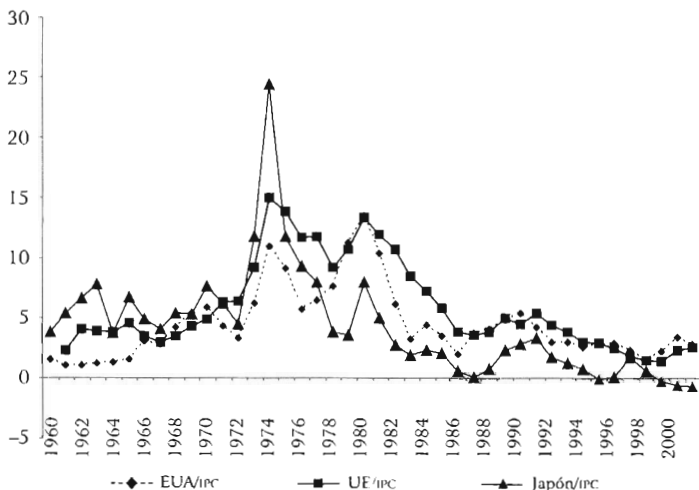
GRÁFICA 3
PATRÓN DE INFLACIÓN EN MÉXICO
Y ESTADOS UNIDOS, 1964-2002
(Rezagos)



También hay que reconocer que el patrón que presenta Estados Unidos es más o menos el mismo patrón que presentan los principales países industriales lo cual permite afirmar que el fenómeno inflacionario no es una situación que ocurre aisladamente

en cada país. Por el contrario, se puede argumentar que la inflación es un desequilibrio de carácter colectivo que afecta a grupos de países en forma más o menos simultánea. En la gráfica 4 se puede apreciar que el movimiento en los precios en los principales países industrializados es más o menos el mismo entre 1960 y 2001. Se aprecian diferencias en el grado en que afecta a diferentes países pero no en la tendencia general de largo plazo.

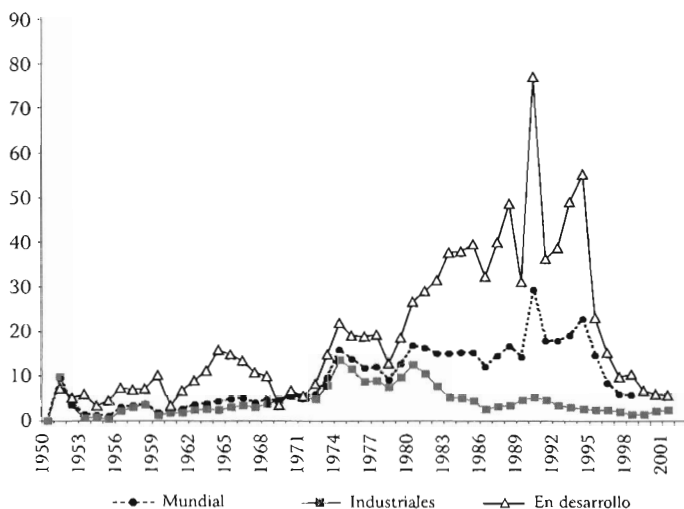
GRÁFICA 4
TENDENCIA DEL IPC EN LOS PRINCIPALES
PAÍSES INDUSTRIALES



En la comparación que se hace de la evolución de los precios en los países industriales y los países en desarrollo (véase gráfica 5) se notan similitudes y diferencias. El periodo entre 1950 y 2001 se puede subdividir en dos: uno que abarca los primeros 30 años y otro que incluye las dos últimas décadas. En el primer periodo se podría argumentar que las diferencias son de grado, mas no de tendencia, ya que los países en desarrollo experimentaron mayores niveles de inflación pero conformaron al mismo patrón de comportamiento. A inicios de los ochenta cambia esta situación cuando

los países industriales entran en una dinámica de continua reducción de la inflación mientras que los países en desarrollo entran en una dinámica inflacionaria que alcanza sus máximos niveles a mediados de la década de los noventa. Posteriormente, se entra en una acelerada reducción del incremento en precios, como ocurrió en los países industriales.

GRÁFICA 5
TENDENCIAS DE LA INFLACIÓN (IPC)
EN LOS PI Y LOS PMD, 1950-2001



El hecho destacable de estos comportamientos de largo plazo es que en el último medio siglo la inflación, aunque ha sido un fenómeno de variadas manifestaciones nacionales, deja percibir la existencia de un patrón de comportamiento similar para todos los países. También parece indiscutible que a partir de los primeros años de la década de los ochenta el comportamiento inflacionario tiene una dinámica diferente a la que se dio en las tres décadas anteriores. En estas primeras décadas todos los países se movían dentro del mismo patrón de comportamiento, no obstante que los países en desarrollo lo hacían a niveles de inflación superiores

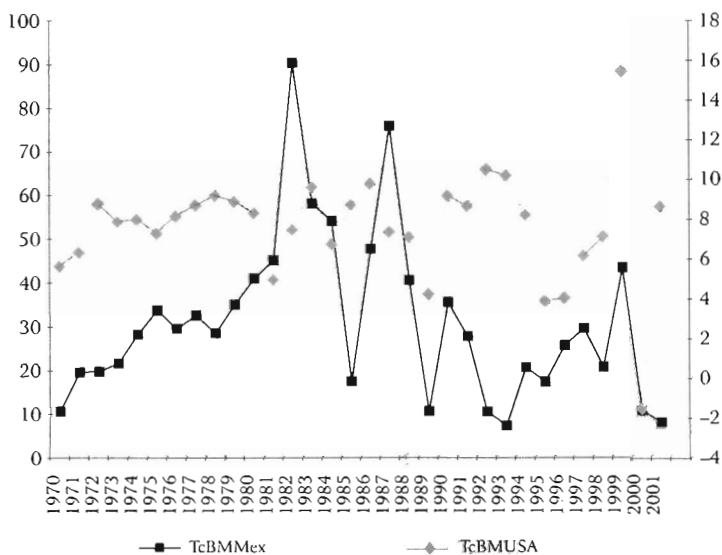
a los de los países industriales. Los diferenciales entre unos y otros, como se aprecia en la gráfica 5, no eran excesivamente amplios y en algunos años las diferencias llegaron a ser mínimas, como por ejemplo en 1960 y entre 1970 y 1971. En las dos últimas décadas, sin embargo, este comportamiento simétrico desaparece para dar cabida a comportamientos disímiles en que los países industriales entran en una dinámica de reducción continua del crecimiento de los precios mientras que en los países en desarrollo ocurre lo contrario. A mediados de los noventa, los países en desarrollo entran en un movimiento acelerado de precios a la baja lo cual les permite acercarse a los niveles de inflación que prevalecen en los países industriales.

INFLACIÓN Y BASE MONETARIA

ESTE CAMBIO de comportamiento de los niveles inflacionarios entre los países industriales y los países en desarrollo en los años noventa requiere de una explicación. En particular, se hace necesario diferenciar si ello es el resultado de las políticas monetarias implementadas o es el resultado de los cambios estructurales en las economías nacionales, en general, y en el sistema financiero, en particular, que afectan significativamente el comportamiento de los precios. Para dar claridad sobre estas dos posibilidades veamos el comportamiento del elemento que subyace en el movimiento de precios según el pensamiento convencionalmente aceptado, como lo es la base monetaria. El argumento detrás de esta iniciativa es que dado que Estados Unidos y México muestran patrones semejantes de inflación deberían mostrar, igualmente, patrones semejantes de política monetaria. De la gráfica 6 se puede deducir que tal hipótesis no es sostenible. Los patrones de comportamiento de la base monetaria en los dos países son muy diferentes aunque con la característica común de que se pueden dividir en dos grandes periodos: antes y después de 1990. En Estados Unidos se aprecia un comportamiento de largo plazo relativamente homogéneo basado en ciclos de corta duración pero que se hacen más inestables a partir de 1990. En México, por el contrario, se aprecian dos com-

portamientos: uno entre 1970 y 1990 y otro posteriormente. El primero con un mayor grado de inestabilidad por fuertes aumentos de la base monetaria y el segundo caracterizado por mayor estabilidad pero con cierta tendencia hacia el crecimiento de la base.

GRÁFICA 6
TENDENCIAS DE LA BASE MONETARIA
EN ESTADOS UNIDOS Y MÉXICO



Estas observaciones gráficas se confirman con las estadísticas del cuadro 1. En Estados Unidos el nivel promedio de crecimiento de la base monetaria y la desviación estándar en el periodo inicial es más bajo que en el periodo más reciente mientras que para México estos indicadores se comportan exactamente al revés. En particular, la volatilidad del crecimiento de la base monetaria es muy diferente en los dos países ya que mientras en Estados Unidos en el periodo reciente es casi tres veces la del periodo inicial en México se reduce en cerca del 50 por ciento.

CUADRO I
CARACTERÍSTICAS DE LA BASE MONETARIA

	<i>Estados Unidos</i>		<i>México</i>	
	<i>Promedio</i>	<i>Desviación estándar</i>	<i>Promedio</i>	<i>Desviación estándar</i>
1970-1971	7.60	2.7	31.19	18.9
1970-1990	7.71	1.5	36.96	19.7
1991-2001	7.38	4.2	20.18	10.6

En términos generales, para los dos países la dinámica de expansión de la base monetaria es menor en el segundo periodo que en el primero pero no ocurre así con la volatilidad. El punto que se desea enfatizar es que comportamientos diferentes de la base monetaria conducen a comportamientos similares de la dinámica inflacionaria.

EFECTOS ESTILIZADOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

EL INCISO anterior parece indicar que las semejanzas en el patrón de comportamiento de los precios en Estados Unidos y México se acaban con las políticas económicas puestas en marcha. Para confirmar esta actuación examinaremos los efectos estilizados de la política monetaria sobre ciertas variables relevantes. En primer lugar se examina el impacto de la política monetaria sobre el movimiento de los precios. Para Estados Unidos (véase gráfica 7b) la afinidad entre cambios en la base monetaria y cambios en los precios parece ocurrir hasta mediados de los años ochenta cuando la inflación presenta tasas de crecimiento superiores a las de la base monetaria con lo cual la inflación parece seguir al crecimiento de la base monetaria con un rezago de uno a dos años. Pero a partir de 1985 la tasa de crecimiento de los precios se mantiene muy por debajo de la tasa de crecimiento de la base monetaria; tal parecería que el nivel de la liquidez no tiene efectos sobre la inflación. El caso extremo aparece en la segunda mitad de la década de los noventa cuando cae la tasa de crecimiento de los precios, no obstante que la base monetaria tiene las mayores tasas de crecimiento

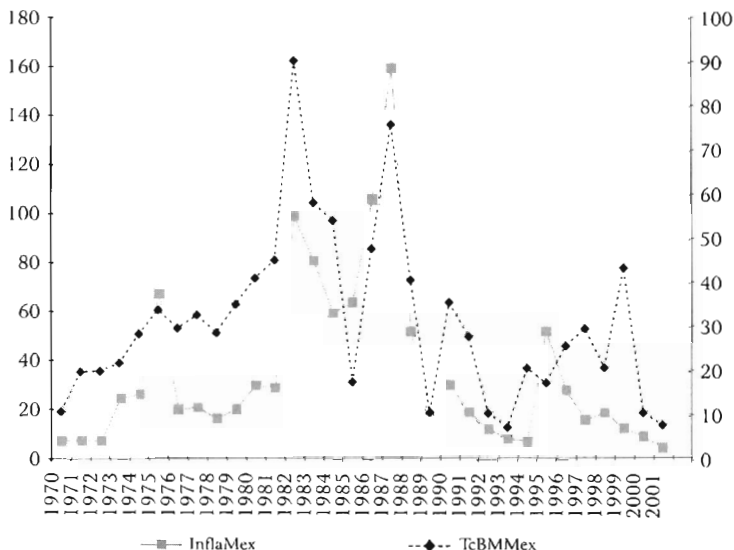
de todo el periodo en estudio llegando a 15.5 por ciento en 1999. En estas condiciones parece insostenible el postulado de una relación directa entre liquidez y aumento de los precios. Boivin y Giannoni al encontrar que “el producto y la inflación han disminuido su respuesta a movimientos no esperados de la tasa de fondos federales desde el inicio de ochenta” (2002: 98) parecen referirse a este mismo fenómeno. En México la situación es relativamente simétrica. Entre 1970 y 1990 la inflación parece responder a los movimientos de la liquidez pero no así en los noventa en que la inflación tiende a la baja, no obstante que la liquidez crece a tasas superiores.

CUADRO 2
COEFICIENTES DE CORRELACIÓN

<i>Inflación y base Monetaria</i>	
<i>México</i>	
1970-1971	0.77
1970-1989	0.78
1989-2001	0.26
<i>Estados Unidos</i>	
1970-1971	0.12
1970-1984	0.62
1984-2001	0.04

Estas apreciaciones son sustentadas por los coeficientes de correlación respectivos. Para Estados Unidos, con dos años de rezago para la variable inflación, el coeficiente de correlación entre el crecimiento de los precios y el de la base monetaria es de apenas 0.12 para todo el periodo. Sin embargo, el coeficiente llega a 0.62 para el subperiodo de 1970 a 1984 y se reduce a 0.04 para el segundo subperiodo. Ello parece indicar que en el primer periodo existe una relación directa y relativamente fuerte entre la base monetaria y la inflación que, subsecuentemente, en el segundo periodo, pierde fortaleza. La implicación es que en el periodo inicial la hipótesis monetarista convencional es válida pero se debilita sustancialmente en el segundo periodo.

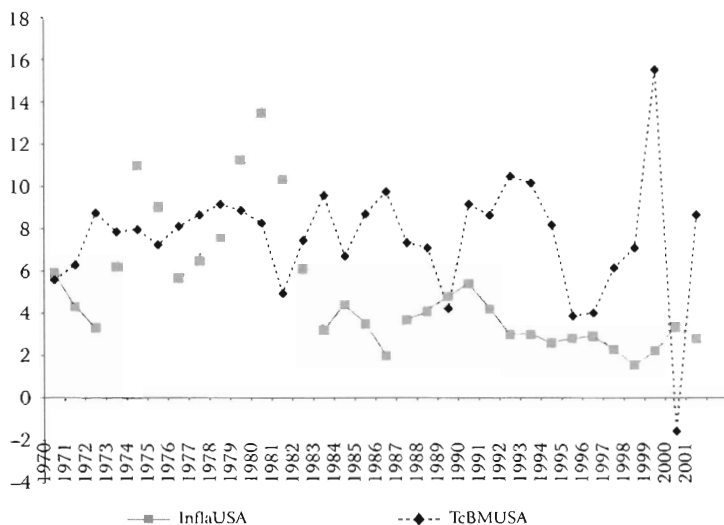
GRÁFICA 7A
MÉXICO: TENDENCIAS DE LA INFLACIÓN
Y LA BASE MONETARIA



Algo semejante se visualiza en la evolución inflacionaria de México, ya que hasta 1989 el movimiento de los precios parece seguir al movimiento de la base monetaria en forma directa y sin rezagos, pero después de esta fecha parecen moverse en direcciones opuestas en que los precios reducen su tendencia de crecimiento mientras que la base monetaria tiende al alza (véase gráfica 7a).

Los resultados del análisis de correlación nuevamente sustentan estas apreciaciones. El coeficiente de 0.77 para todo el periodo muestra una relación directa y relativamente fuerte que aumenta ligeramente a 0.78 para el subperiodo 1970-1989. La caída del coeficiente a 0.26 en el segundo periodo muestra, como en el caso de Estados Unidos, que la relación directa entre liquidez e inflación ha perdido fortaleza en el decenio más reciente.

GRÁFICA 7B
ESTADOS UNIDOS: TENDENCIAS
DE LA INFLACIÓN Y LA BASE MONETARIA



LA INFLACIÓN Y LOS CANALES DE TRANSMISIÓN

ESTE CAMBIO de comportamiento que se manifiesta en la relación entre la inflación y la base monetaria a partir de 1990 en México también se hace presente al examinar la relación entre la base monetaria y tres variables más, a saber: la tasa de interés, el tipo de cambio y el crédito bancario. En las gráficas 8, 9 y 10 se pueden apreciar estas diferencias de comportamiento entre los dos periodos los cuales son igualmente confirmados por los respectivos coeficientes de correlación entre las tasas de crecimiento de la base monetaria y el crecimiento de cada una de estas variables.

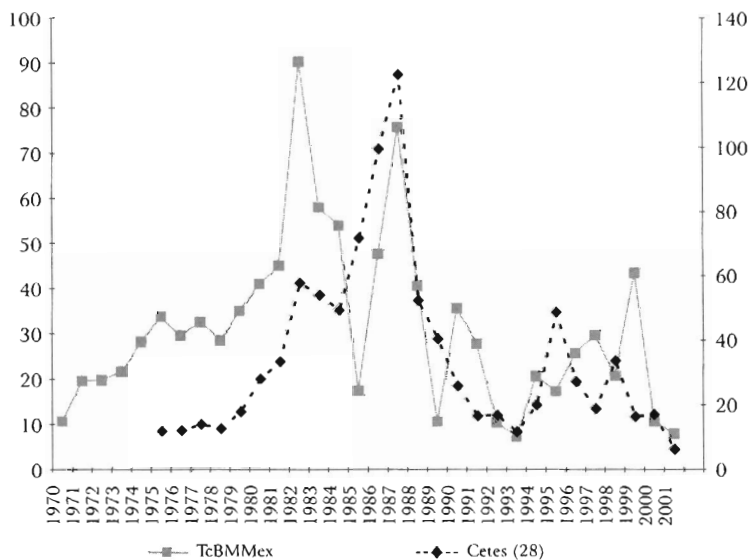
Como se aprecia en el cuadro 3 los coeficientes de correlación para el periodo completo de 1970 a 2001 muestran un alto grado de relación de estas variables con la base monetaria. Cuando se divide el periodo en los dos subperiodos relevantes este grado de correlación se modifica significativamente. Su nivel se mantiene

relativamente alto para el periodo inicial de 1970 a 1989, incluso aumenta en las tres variables, pero estos niveles caen abruptamente para el segundo periodo y en el caso del crédito llega a convertirse en negativo.

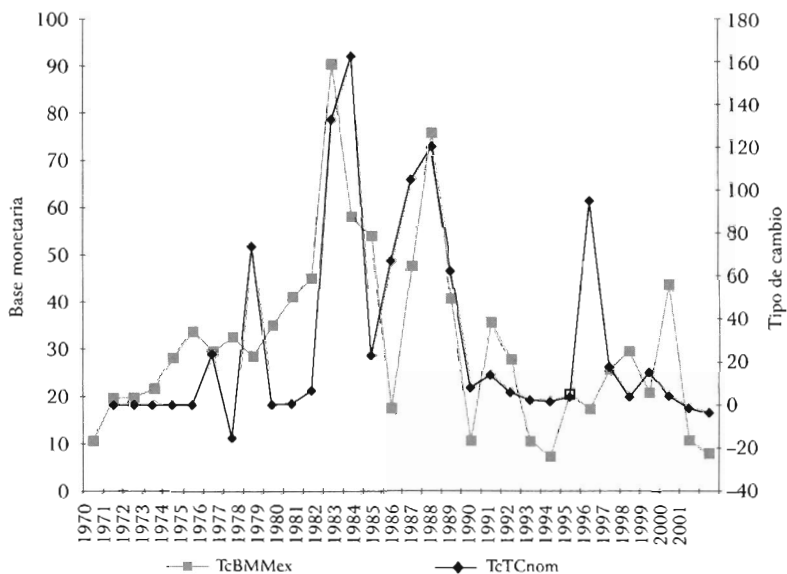
CUADRO 3
MÉXICO: CORRELACIÓN ENTRE BASE MONETARIA
Y OTRAS VARIABLES

Periodos	Cetes 28	Tipo de cambio	Préstamos bancarios
1970-1971	0.572	0.631	0.613
1970-1989	0.498	0.684	0.657
1989-2001	0.175	0.015	-0.063

GRÁFICA 8
MÉXICO: TENDENCIAS DE LA TASA DE CETES (28)
Y LA TASA DE CRECIMIENTO DE LA BASE MONETARIA



GRÁFICA 9
MÉXICO: TENDENCIAS DE LA BASE MONETARIA
Y EL TIPO DE CAMBIO, 1979-2001



Los cambios en estos coeficientes se entienden como indicadores de modificaciones en los mecanismos de transmisión de la política monetaria al ser cada una de estas variables un indicador de los tres principales canales de transmisión de la política monetaria (Kuttner y Mosser, 2002; Rozo, 1997).

Los Cetes representan el canal clásico de reservas y tasa de interés, la tasa de cambio el canal cambiario y los préstamos bancarios el canal del crédito. Los resultados anteriores apuntarían al argumento que hasta finales de los ochenta cualquiera de los canales de transmisión podría explicar la relación entre la base monetaria y la inflación. Los niveles de los coeficientes parecen indicar que el canal cambiario al tener los niveles más altos para el periodo total y para el primer subperiodo es el de mayor nivel explicativo. Para el segundo subperiodo este lugar lo ocupa el canal clásico pero con muy bajo nivel explicativo. El cambio más significativo es el

que ocurre con el canal crediticio, que incluso modifica hasta de signo, lo cual implicaría que la relación entre estas dos variables pasa de ser directa a ser inversa.

Estos resultados conllevan a un cierto acuerdo entre los analistas de que no existe total claridad sobre cómo funcionan estos mecanismos y cuáles son sus repercusiones sobre la demanda agregada y la producción. Se mantienen así preguntas abiertas sobre cuál es el impacto que el banco central tiene sobre la actividad real a partir de modificaciones en las reservas bancarias y en la liquidez. Se argumentan debilidades en el canal tradicional de la política monetaria y se apunta a la mayor importancia que han venido adquiriendo otros canales de transmisión de la política monetaria sin que exista un consenso sobre el tema.¹

En las nuevas condiciones de la década de los noventa lo que requiere de una explicación es cómo se logra el control de la inflación al mismo tiempo que entran al país flujos extraordinarios de capital, es decir, que hay una “explosión de superliquidez” para ponerlo en los términos de Krüger (1995) o de Ohmae (1990: p. 159).

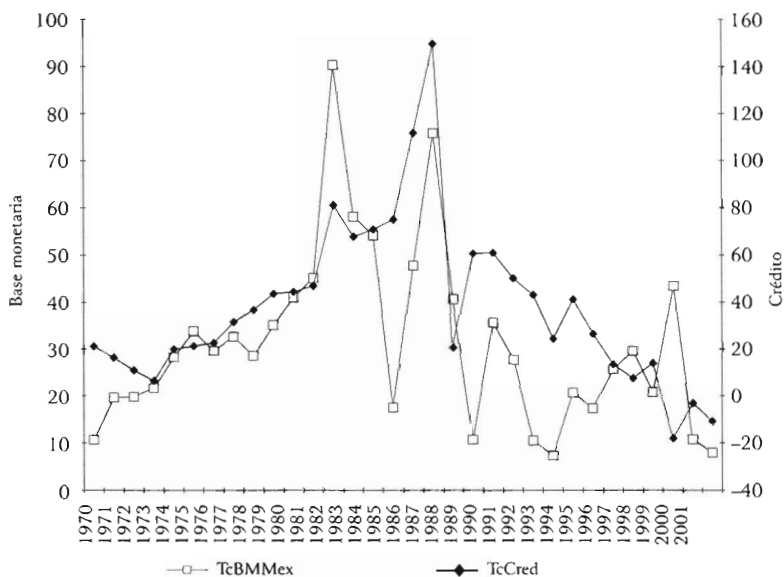
CAMBIO ESTRUCTURAL Y POLÍTICA MONETARIA

EL HECHO a resaltar es que las modificaciones en el comportamiento de los canales de transmisión ocurren al mismo tiempo que en México se aprueban transformaciones estructurales básicas para el funcionamiento del sistema financiero nacional con las reformas legales de 1989 propuestas por la administración de Carlos Salinas de Gortari. A su vez, éstas aparecen como el resultado de la recomposición del sector financiero mundial que indujo la crisis de la deuda externa durante la década de los ochenta con implicaciones mayores en el aparato de regulación como en la estructura del sistema financiero. El sistema de regulación se vio sensiblemente

¹ Algunas de las contribuciones más recientes sobre este debate son: Bernanke y Blinder (1988), Bernanke y Geitler (1995), Boivin y Giovanni (2002), Borio (1997), Clarida, Gali y Gertler (1999), Group of Ten (2001), Kashyap Stein (2000), Meltzer (1995), Mishkin (1995), Taylor (1999).

afectado a partir de la anulación de la regulación Q al inicio de los ochenta en los Estados Unidos y se afirmó aún más con las obligaciones impuestas sobre requerimientos de capital mandados por el Concordato de Basilea de 1988 y los subsecuentes

GRÁFICA 10
MÉXICO: CRECIMIENTO DE LA BASE MONETARIA
Y DEL CRÉDITO, 1970-2001



cambios a que ello ha dado lugar. Por su parte, la estructura se ha visto dramáticamente alterada por la paulatina disminución de la participación de los bancos en el otorgamiento del crédito a favor de una mayor importancia del crédito directo en los mercados financieros por medio de la bursatilización de los activos financieros (Edwards y Mishkin, 1995; Edwards, 1996; Rozo, 2002). A estos cambios se les asocia con incrementos en la competencia de los mercados de crédito y reducciones en el costo de estas operaciones.

El factor que parece central es la dicotomía que se agudiza en la estructura financiera entre el crédito bancario y el no bancario. Además, ante los cambios en la regulación y en la estructura financiera que se han dado en los últimos tres o cuatro lustros los instrumentos que tiene el banco central no pueden tener la misma capacidad para afectar la demanda agregada. Se puede así postular la hipótesis de que el nivel inflacionario en descenso que se disfruta en la década de los noventa tiene mucho que ver con los cambios estructurales que ocurren en el sistema financiero y su desacoplamiento con el sector productivo o real (Drucker, 1986). Las decisiones de política económica, especialmente de política monetaria, son menos determinantes.

La dicotomía entre crédito bancario y bursatilización del crédito en los mercados de capital y de dinero ha facilitado la solución al exceso de liquidez al permitir la conversión de los mercados financieros en campos autónomos de inversión o en “contenedores financieros”, como les llama Ohmae (1995). Estos mercados son espacios de inversión donde puede ir a parar el exceso de liquidez que existe en la economía. De esta forma el excedente monetario deja de perseguir bienes y servicios para perseguir activos financieros. Se pasa así de lo que podemos denominar una inflación real a lo que sería una inflación bursátil.

Estos contenedores aparecen por varias opciones alternativas de inversión como pueden ser la especulación cambiaria, la especulación en el mercado secundario de la bolsa de valores y una tercera es proporcionada por los mercados de obras de arte y metales preciosos.

INFLACIÓN BURSÁTIL Y POLÍTICA MONETARIA

EN ESTA perspectiva, la hipótesis central para orientar el análisis de la política monetaria tiene que centrarse en dilucidar la nueva relación que puede existir entre la sensibilidad de los flujos de crédito y de creación de liquidez a cambios en la política monetaria en el contexto del nuevo ambiente de transformación acelerada que viene ocurriendo en la estructura financiera global.

En este contexto, ha tomado mayor aceptación el argumento de que el banco central debe operar con un objetivo único: la estabilidad de precios sin consideración de los objetivos de crecimiento y empleo. La tarea del banco se limita a minimizar la variación en los precios de los bienes y servicios que forman parte del sector real de la economía. En el nuevo contexto de inflación bursátil parece, entonces, conveniente preguntarse: ¿No deberían los bancos centrales ocuparse también de las fuertes fluctuaciones de los precios de los activos financieros para definir su estrategia de política monetaria? En la perspectiva convencional los bancos centrales ponen atención a los movimientos en estos precios solamente cuando ello implica un efecto riqueza que puede inducir a un gasto de consumo desbordante que afecta la inflación; es decir, estos precios se consideran con propósitos de pronóstico de la inflación pero nada más. Un ejemplo de este comportamiento lo dio el Banco de la Reserva Federal cuando Alan Greenspan, su presidente, recurrió a la expresión “exuberancia irracional” para llamar la atención a “la indebida escalada del valor de los activos que luego son sujetos de inesperadas y prolongadas contracciones” (1996). En adelante el FED dio un mayor monitoreo al posible efecto inflacionario pero la política monetaria restrictiva para enfrentar la posible inflación, a que se enfrentaría la economía de Estados Unidos, vino mucho después.

El hecho es que en la actualidad los precios de los activos no son contabilizados en ningún indicador de medición de la inflación y, hoy día en 2002, ningún índice de precios oficial en ese país, o en cualquier otro, incluye la variación de precios de los activos financieros. En consecuencia, estos precios ni sus movimientos son tomados en cuenta para el diseño y ejecución de la política monetaria.

Sin embargo, el debate ha venido creciendo sobre la necesidad de que en la conducción de la política monetaria estos precios deberían ser tomados en cuenta. Cecchetti y colaboradores han llegado a considerar que “la reacción a los precios de los activos en el curso normal de definir la política reduce la probabilidad de que se dé

una desalineación de los precios de estos activos” (2002a).² Ello implica que el banco central debe inducir movimientos en la tasa de interés que desalienten el crecimiento de las burbujas especulativas en los contenedores financieros, especialmente el de la bolsa de valores, a fin de evitar mayores desequilibrios que afectan inevitablemente a la economía real. El argumento subyacente es que el continuo crecimiento de los precios de las acciones empuja a una sobreinversión financiera por parte de los consumidores y las empresas, incluso por medio de altos niveles de sobreendeudamiento. Ella ocasiona, naturalmente, una distorsión en el uso del ahorro a fin de obtener ganancias de corto plazo en la actividad financiera que no es posible obtener en inversiones en el sector real. El efecto final puede ser un rápido crecimiento del sector financiero y una atonía en el sector real.

La previsión del banco central para apretar la política monetaria aumentando la tasa de interés antes de que se desate la burbuja podría contribuir a dar mayor estabilidad a la economía al evitar el sobreendeudamiento al que lleva la exuberancia irracional. Naturalmente, si la inflación expresada por el IPC se encuentra bajo control, es difícil para cualquier banco central tomar la iniciativa de aumentar la tasa de interés ya que corre el riesgo de desalentar el crecimiento del sector real. Este es precisamente el tipo de decisiones que hacen la diferencia en la calidad de las decisiones que toman estos bancos. De estas decisiones depende que eviten desequilibrios financieros que pueden agravar lo que podría ser una ligera recesión. A pesar de la temprana advertencia que Greenspan hizo sobre la exuberancia irracional, la decisión para actuar a fin de enfrentar la burbuja especulativa demoró más tiempo del que debió ser, con las consecuencias negativas que la economía estadounidense y la mundial han venido experimentando desde inicios de 2001.

Por supuesto, esta no es una tarea exclusivamente para el FED sino que corresponde a todos los bancos centrales, pero especialmente a los de aquellos países que diariamente se mueven más y más en la dirección de una economía en que sus finanzas se

²Véase también Bryan *et al.* (2001), Cecchetti (2002b).

sustentan mayormente en mercados de activos que en financiamiento bancario. México es ciertamente uno de ellos como lo muestran las reformas financieras propuestas por la administración Fox en 2001 (Roza y Carrillo, 2001).

CONCLUSIÓN

DESDE FINALES de los años ochenta la tendencia de largo plazo de la inflación en México ha sido a la baja luego de que se llegó a temer que se podía entrar en un proceso de hiperinflación. Elementos empíricos dan signos de que esta contención inflacionaria no ha sido el resultado exclusivo de una política monetaria adecuada. En este trabajo se adelanta el argumento de que a este resultado han contribuido igualmente los cambios estructurales en el sistema financiero de un crédito bancario a un crédito bursátil. Estas transformaciones han permitido que los excedentes de liquidez que perseguían a los bienes y servicios en el sector real fueran a parar a los mercados financieros, especialmente el mercado de valores, lo cual convirtió a estos mercados en lo que Ohmae ha llamado “contenedores financieros”. El argumento que se sostiene aquí, pero que requiere ser investigado más allá de los lineamientos propuestos en este trabajo, es que el funcionamiento de estos contenedores ha logrado transferir la inflación del sector real hacia el sector financiero. El incremento de precios de los activos financieros se ha convertido en una “inflación bursátil” que como ganancias de capital favorecen a los tenedores de estos instrumentos financieros. En el sector real se logra, por el contrario, una tendencia de menores tasas de inflación que beneficia a los consumidores. El resultado de esta combinación de factores es que en el corto plazo se logran condiciones favorables para el crecimiento por el efecto ingreso que impulsa el consumo, pero en el largo plazo puede ser negativo si se considera el efecto distorsionador que este patrón puede tener en la asignación del ahorro nacional y en alimentar el crecimiento de burbujas especulativas. Esta lógica podría explicar lo que ocurrió en la década de los noventa, pero ello no es materia de este trabajo.

BIBLIOGRAFÍA

- BERNANKE, B. y A.S. Blinder (1988), "Credit, Money, and Aggregate Demand", *American Economic Review*, mayo, pp. 435-439.
- y M. Gertler (1995), "Inside de Black box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *Journal of Economic Perspectives*, otoño, pp. 27-45.
- BOIVIN, Jean y Marc Giannoni (2002), "Has Monetary Policy become Less Powerful", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* núm. 144, marzo.
- BOIVIN, Jean y Marc Giannoni (2002), "Assesing changes in the monetary transmission mechanism: a VAR approach", *Economic Policy Review*, Nueva York, FED, mayo, pp. 97-111.
- BOOTLE, Roger, (1996), *The Death of Inflation: Surviving and Thriving in the Zero Era*, Nicholas Brealey Publishing.
- BORIO, Claudio (1997), "The implementation of monetary policy in industrial countries: A survey", *BIS Economic Papers*, núm. 47, julio.
- BRYAN, Michael F., Stephen G. Cecchetti y Roisin O'Sullivan (2001), "Asset Prices in the Measurement of Inflation", 15 de enero.
- CECCHETTI, Stephen, Hans Genberg, John Lipsky y Sushill Wadhvani (2002a), "Asset prices and central bank policy", *Geneva Report on the World Economy* núm. 2, International Center for Monetary and Banking Studies.
- (2002b), "Central bankers and the price misalignments", *Occasional Essays on Current Policy Issues* núm. 20, Ohio State University, 8 de mayo.
- CLARIDA, Richard, Jordi Galí y Mark Geetler (1999), "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature*, diciembre, pp. 1661-1707.
- DRUCKER, Peter (1986), "The new world economy", *Foreign Affairs*, primavera.
- EDWARDS, Franklin y Frederic Mishkin (1995), "The decline of traditional banking: implications for financial stability and regulatory policy", *Economic Policy Review*, Nueva York, FED, julio, pp. 27-45.
- EDWARDS, Franklin (1996), *The New finance*, The AEI Press.
- GREENSPAN, Alan (1996), "Remarks by Chairman Alan Greenspan at the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of the American Enterprise Institute for Public Policy Research", Washington, D.C., 5 de diciembre (www.federalreserve.gov).

- GRIER, Robin M. y Kevin B. Grier (1998), "Inflación e incertidumbre inflacionaria en México, 1960-1997", *El Trimestre Económico*, julio-septiembre.
- GROUP OF TEN, (Task Force on the Impact of Financial Consolidation on Monetary Policy) (2001), "Report on Consolidation in the Financial Sector", BIS, Basle.
- KASHYAP, Anil y Jeremy Stein (2000), "What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy", *American Economic Review*, junio, pp. 407-428.
- KRÜGER, Malte (1995), "Inflation and growth-A discussion of Robert Barro's recent findings", en *Intereconomics*, noviembre/diciembre, HWWA/RFA, pp. 301-304.
- KUTTNER, K.N. y P.C. Mosser (2002), "The monetary Transmission mechanism: Some answers and further questions", *Economic Policy Review*, Nueva York, FED, mayo, pp. 15-24.
- MELTZER, Allan (1995), "Monetary, Credit and (other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective", *Journal of Economic Perspectives*, otoño, pp. 49-72.
- MISHKIN, Frederick S. (1995), "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism", *Journal of Economic Perspectives*, otoño, pp. 3-10.
- OHMAE, Keniche (1990), *The Borderless World*, Nueva York, Harper Business.
- (1995), *The End of the Nation State*, The Free Press.
- ROZO, Carlos A. (1997), "Política monetaria, política cambiaria y flujos de capital", en Alfredo Sánchez Daza, *Lecturas de política monetaria y financiera*, UAM-A, pp. 161-203.
- (2002), "Apertura, crecimiento y estructura financiera. El desacoplamiento financiero a la mexicana", mimeo.
- y Luz V. Carrillo (2001), "La reforma financiera y el Plan Nacional de Desarrollo", *Economía: teoría y Práctica*, nueva época, núm. 15, pp. 129-145.
- TAYLOR, John (1999), "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework", *Journal of Economic Perspectives*, otoño, pp. 11-26.

NOEMÍ LEVY ORLIK*

Comportamiento de la inflación en países emergentes con mercados globalizados. Efectos de los costos financieros y los cambios estructurales en los precios. México durante el periodo 1980-2000

INTRODUCCIÓN

LA PRINCIPAL variable del nuevo modelo acumulación, basado en la desregulación y la globalización financiera, es el movimiento de capitales, para lo cual la estabilidad de precios, señaladamente del tipo de cambio y el movimiento de la tasa de interés, se han convertido en uno de los objetivos centrales de la política económica, particularmente relevante para los países emergentes que atribuyen su atraso económico a la escasez de ahorro y, centran su estrategia de acumulación, en la entrada de capitales.

Otras condiciones necesarias, aunque no suficientes, para garantizar la afluencia de capital extranjero son el superávit fiscal, resultado de políticas fiscales restrictivas, independientemente de ser las responsables en el desencadenamiento de procesos inflacionarios (véase Dow y Saville, capítulo 6), y las políticas monetarias procíclicas, desligadas del nivel de utilización (o empleo) de los factores productivos.

En el contexto de la nueva estructura económica se invalidan las teorías de la inflación que explican el incremento de precio con base en las variaciones de la oferta monetaria, volviéndose la tasa de interés el instrumento central para afectar el gasto, lo cual no se aplica en los países emergentes. En este trabajo sostendremos que la explicación de Kalecki se vuelve relevante. Éste señala a los costos (reales y financieros) y las modificaciones en la organización productiva (cambios de grado de oligopolio) como los ele-

*Profesora de tiempo completo de la Facultad de Economía, UNAM. Correo electrónico: levy@servidor.unam.mx. Este trabajo se hizo como parte del proyecto PAPIIT IN 32300.

mentos fundamentales en la variación de los precios; planteamiento desarrollado, posteriormente, por Eichner, quien introduce de manera explícita los costos financieros derivados de la ampliación productiva.

Considerando los desarrollos institucionales que tuvieron lugar en México y las teorías antes mencionadas, nuestra hipótesis es que el movimiento de los precios se explica con base en la estructura del sector productivo y del tipo de cambio, que dio lugar a un efecto traspaso débil y con diferentes impactos sobre el poder adquisitivo de los salarios.

A fin de sustentar nuestras hipótesis dividiremos este trabajo en cuatro apartados. En el primer apartado se explica el planteamiento de Friedman y Keynes sobre la determinación de los precios, señalando que los cambios institucionales ocurridos a raíz del rompimiento del Sistema Bretton Woods modificaron la postura monetarista, acercándola a la propuesta de Keynes, aunque se mantuvo el supuesto de inelasticidad de la oferta y predominaron los objetivos de la política monetaria dominante. En el segundo apartado, se expondrá la teoría de la inflación vía costos, particularmente, las posturas de Kalecki y Eichner, quienes señalan que el efecto traspaso es limitado por las estructuras productivas y que los precios son la principal fuente de generación de financiamiento para la inversión. En el tercer apartado se analiza el movimiento de los precios en México durante la década de los ochenta y noventa; para, finalmente, en el último apartado presentar las conclusiones del trabajo.

EL PLANTEAMIENTO DE FRIEDMAN Y KEYNES SOBRE LA INFLACIÓN

EL MONETARISMO (Friedman, 1969) se basa en la teoría cuantitativa, que supone exógeno al dinero, neutro con respecto a la producción y con velocidad constante. Friedman, con base en los anteriores supuestos, postula la independencia de la tasa de interés real con respecto a las variables monetarias, diferentes de la tasa de interés nominal, cuyo movimiento es explicado por las espec-

tativas futuras de los precios. Ello implica que el dinero puede ser controlado por la autoridad monetaria y no modifica la tasa de interés real, recurriendo al efecto “horno” o “helicóptero” para explicar la variación de la cantidad de dinero en circulación (Friedman, 1969: 4). Posteriormente, Brunner y Meltzer introducen el mercado crediticio, donde se negocia la tasa de interés, manteniendo la autoridad monetaria el control sobre la cantidad de dinero (mayores referencias véase Dalziel, 2002).

Los eventos inflacionarios son explicados por incrementos de la masa monetaria por encima de los saldos que el público desea mantener, los cuales impactan sobre la demanda efectiva, en tanto no se altera la función de depósito de valor. Pese a que Friedman acepta que en el corto plazo la oferta de bienes y servicios puede variar, sostiene que en el largo plazo necesariamente será neutralizada por incrementos posteriores en los precios. En términos de política monetaria, la banca central puede regular la cantidad de dinero y, en consecuencia, es la encargada de asegurar la estabilidad de los precios.

Keynes (1936) en el capítulo XXI de la *Teoría general* fustiga el planteamiento clásico sobre los determinantes de los precios (*i.e.*, teoría dicotómica de los precios) señalando que son irreales los supuestos de elasticidad de oferta igual o cercana a cero y proporcionalidad entre la oferta de dinero y la demanda de bienes y servicios.

Keynes plantea que el dinero no es neutral, por consiguiente, variaciones en las variables monetarias (*v.gr.*, tasa de interés) pueden conllevar incrementos en la producción y la ocupación, aunque también provocan aumentos en los precios.

La particularidad de Keynes,¹ no advertida por Friedman, es que la producción varía a consecuencia de movimientos en la tasa de interés, la cual se determina en el mercado monetario, o sea, es explicada por la oferta de dinero y la preferencia por la liquidez. Empero, debido a la inestabilidad de la velocidad del dinero

¹ Keynes no fue el primero en señalar que la tasa de interés era una variable monetaria determinada por el banco central. Wicksell, Thornton y Hawtrey fueron precursores a Keynes.

y las expectativas inciertas, no es posible conocer de antemano el impacto de la oferta monetaria en la preferencia por la liquidez y, por tanto, en la tasa de interés; ni tampoco el impacto de ésta sobre la inversión y el empleo.²

Keynes señala que el factor determinante de la variación de los precios es el costo derivado del crecimiento de la producción, traspasando del sector monetario al sector real la explicación del movimiento de los precios.

La contraposición entre las teorías arriba señaladas sobre los detonantes de la inflación se desdibuja a partir de los setenta, al modificarse el sistema financiero mundial que desmonetizó el oro, aumentó la liquidez y la movilidad del capital, desatando lo que algunos economistas denominan la inflación en el mercado de capitales (Toporowski, 2000).

A partir de estos planteamientos, los monetaristas aceptan que la velocidad de dinero es inestable y, por tanto, no puede ser controlada por la autoridad monetaria –se vuelve endógena– y que las políticas monetarias se transmiten vía la tasa de interés (Blinder, 1998), admitiendo, incluso, que los agregados monetarios no cointegran con el ingreso (Rojas y Rodríguez, 1999).

En esta nueva perspectiva, todos los planteamientos teóricos aceptan que el banco central puede influir sobre la tasa de interés de corto plazo, la cual, a su vez, puede (o no) modificar la estructura de las tasas de interés, a un nivel compatible con la capacidad del crecimiento del ingreso. O sea, la tasa de interés deja de ser una variable real y se acepta que la política monetaria puede afectar al ingreso, lo cual, está limitado al corto plazo, sin modificar las condiciones de la oferta.³

² Keynes (1936: 265) dice: “El efecto primario de un cambio en la cantidad de dinero sobre el volumen de la demanda efectiva se ejerce a través de su influencia sobre la tasa de interés. Si ésta fuese la única reacción, el efecto cuantitativo podría derivarse de tres elementos: *a*) la curva de preferencia por la liquidez, que nos indica en qué cuantía tendrá que bajar la tasa de interés para que el nuevo dinero pueda ser absorbido por poseedores inclinados a recibirlo; *b*) la curva de la eficiencia marginal, que nos dice en cuánto aumenta la inversión a consecuencia de una baja en la tasa de interés, y *c*) el multiplicador de inversión, que nos ilustra sobre cuánto subirá la demanda efectiva, en conjunto, con un aumento dado de la inversión.”

³ Phillips (1958) proporcionó evidencias estadísticas de una relación inversa entre la tasa de crecimiento de los salarios y la tasa de desempleo, a partir de lo cual, emerge una

Sin embargo, a partir de la globalización financiera, el objetivo fundamental del banco central (que obtiene la autonomía en casi todos los países) es controlar la inflación; por tanto, la tasa de interés sube o baja con relación al diferencial entre la inflación observada y la inflación objetivo. El modelo Taylor y Romer (véase Dalziel, 2002) plantea que la inflación se mantiene constante mientras la brecha del producto se encuentra por debajo de un nivel determinado (1.5 por ciento); después de ese punto la inflación se dispara con respecto a la inflación esperada, desplegándose aumentos en la tasa de interés, para reducir el gasto.

Entonces, a pesar de que los cambios institucionales modificaron el planteamiento monetarista, se mantuvo el espíritu de la corriente clásica. La política monetaria tiene como objetivo central controlar la inflación vía modificaciones en la demanda, para lo cual implementa políticas restrictivas, fijándose metas inflacionarias; su instrumento fundamental es la tasa de interés, cuyo objetivo es reducir la demanda efectiva, cuando la inflación observada se encuentra por encima de la meta determinada por el banco central.

Las formas de medición del producto potencial cuestionan las variables que generan la inflación. La forma tradicional de medición del producto potencial (WSPO)⁴ señala que después de cierto límite hay una relación positiva entre la brecha del producto y la inflación, resaltándose la conexión tasa de interés y gasto (demanda de bienes y servicios) y la relativa independencia de la capacidad instalada con respecto a la tasa de interés (la oferta de

amplia gama de versiones, resaltándose el planteamiento de *Trade Off* de Samuelson y Solow, la postura de Friedman y Phelps que aceptan la evidencia estadística de Phillips con diferentes causalidades.

⁴El producto potencial no es observado y, por tanto, su método de cálculo puede ser distorsionado. El método tradicional (*whole series of potential output*-WSPO) se calcula aplicando el filtro Hodrick-Precott a todos los datos existentes del periodo; incluyendo información anterior y posterior al periodo de cálculo, lo cual implica introducir los auge y las recesiones al cálculo del producto potencial (Dalziel, 2002: 519).

Un método adicional es calcular la tendencia aplicando el filtro Hodrick-Precott a la información trimestral conocida (cuarto por cuarto) previo al periodo de estudio. Así, por ejemplo, el producto potencial para marzo de 1991 contiene únicamente los datos hasta el periodo calculado. Este procedimiento evita introducir recesiones y auge en la tendencia del producto potencial que los agentes desconocen al tomar las decisiones económicas. Este método se conoce bajo el nombre de *current data of potential output* (CDPO).

bienes y servicios depende de factores reales como el ingreso, el crecimiento de la población, la inversión en capital físico y humano, así como el cambio tecnológico).

De utilizarse el método alternativo de medición del producto potencial (CDPO, véase nota 4) la inflación responde a una política de reacción del banco central. O sea, el crecimiento económico se ajusta a la función de reacción de la inflación del banco central y, no al revés, como supone el método tradicional de cálculo del producto potencial.

A raíz de este conjunto de críticas, y la relativa independencia de la política monetaria con respecto a los ciclos, se recurre a una explicación alternativa de la inflación, donde se sostiene que la inflación es resultado de conflictos en la distribución del ingreso. En periodos de crecimiento la inflación es explicada por crecientes costos de producción, especialmente, financieros; mientras, en periodos de estancamiento se detiene el crecimiento de los precios, pudiéndose, incluso, desplegar un proceso de deflación; incidiendo en ambas situaciones el grado de oligopolio en el traspaso de los costos a los precios. Esta postura fue desarrollada, entre otros, por Kalecki y Eichner, misma que a continuación se expone.

INFLACIÓN EXPLICADA POR COSTOS Y ESTRUCTURA DE MERCADO

ES NECESARIO resaltar que el periodo de la desregulación y globalización financiera se ha distinguido por varias particularidades. Primero, el crecimiento económico durante esta etapa ha sido menor que durante el periodo de regulación económica, lo cual ha reducido el poder de negociación de los asalariados frente al sector empresarial, por la creciente presencia del desempleo. Segundo, las principales pugnas en torno a la distribución del ingreso han tenido lugar entre los dueños del capital y los empresarios, apropiándose los primeros de una mayor parte de las ganancias vía la tasa de interés y/o el tipo de cambio. Tercero, otro elemento importante del actual periodo de acumulación ha sido la apertura comercial y la dominación creciente de las empresas transnacio-

nales que ha modificado el grado de oligopolio de las estructuras productivas.

Por consiguiente, la variación de la moneda y/o los costos del financiamiento de la inversión, así como los cambios en el grado de oligopolio se han vuelto elementos fundamentales para explicar el comportamiento de los precios.

Los modelos de precios que incorporan el efecto traspaso del tipo de cambio, desde la perspectiva neoclásica, se alejan de las reglas marginalistas y la maximización de ganancias de corto plazo propuestos por la teoría económica clásica. Se construyen modelos alternativos, sobre la base de los costos y un margen de ganancia, donde algunos consideran los efectos de la demanda, mientras otros incorporan las presiones del lado de la oferta,⁵ con el común denominador que sólo permiten divergencias de corto plazo entre el precio y los costos medios, o bien, utilizan supuestos muy específicos sobre la forma que adopta la curva de los costos medios.

Una visión alternativa la presentan los modelos "fijación de precio por el costo medio",⁶ reformulado por Steindl (1952), Weintraub (1959), y Kalecki (1954), quienes introdujeron el grado oligopolio como elemento clave del capitalismo moderno.

En este apartado se analiza el modelo de Kalecki (1954), quien plantea un modelo de precio cuya particularidad central es considerar la capacidad ociosa, introduciendo el supuesto de elasticidad positiva de producción que se modifica en función del grado de oligopolio.

Kalecki señaló que los precios son determinados por los costos primos u , más un margen de ganancia que está en función del precio ponderado de la industria p , mediatizadas ambas variables por los coeficientes m y n ,⁷ obteniéndose con base en estos parámetros una medida del grado de oligopolio $[m/(1-n)]$.

⁵ En Arestis y Milberg (1993-1994: 170) se presenta una revisión de las teorías de precios que dan cuenta del efecto "traspaso de tipo de cambio".

⁶ Estos modelos aparecieron en los años treinta del siglo pasado. Para una exposición sobre el desarrollo teórico de los modelos sobre la base de costo medio considerando las diversas estructuras de mercado, véase Eichner (1973), y Koutsoyiannis (1975).

⁷ Esta proposición puede resumirse de la siguiente manera:

$$p = mu + np \quad (1)$$

Al dividir la ecuación (1) por u y $p/u = p/u$:

$$p/u = m/(1-n) \quad (2)$$

con la restricción $n < 1$.

El grado de oligopolio es un elemento central para determinar el efecto de variaciones de los costos u (donde se incluye la variación de la tasa de interés y del tipo de cambio, que más adelante se retomarán) en los precios. Si hay capacidad ociosa planificada, los aumentos en la demanda no necesariamente afectan a los costos, y la empresa podrá aumentar su producción sin afectar el costo medio, manteniendo inalterado el precio promedio de la industria y de la empresa.

El elemento clave para entender la variación de los precios es el efecto de los costos sobre el precio ponderado medio de la industria, o sea, la diferencia entre el nuevo precio medio ponderado de la industria (p'') y el anterior (p') donde incide principalmente n .⁸ Según Kalecki, el grado de oligopolio puede modificarse por la consolidación de grandes empresas,⁹ la promoción de ventas, incrementos de los gastos generales con relación a los costos,¹⁰ la presión de los sindicatos sobre las ganancias, etcétera, omitiendo variables financieras. Aunque este mismo autor señala que la variación del grado de oligopolio “no sólo tiene importancia decisiva en la distribución del ingreso entre trabajadores y capitalistas, sino en ciertos casos también en la distribución del ingreso entre la propia clase capitalista” (1954: 19).

Eichner (1973) desarrolló el efecto del financiamiento de la inversión sobre los precios considerando diversos grados de oligopolio en la estructura productiva. Desde esta perspectiva, el margen de ganancias se liga al volumen de la inversión y las fases del ciclo económico a través de la generación de flujos de efectivo.

⁸Supongamos que los nuevos costos ponderados (u) con los viejos precios ponderados (p'), generan nuevo precio ponderado p''

$$p'' = mu + np' \quad (3)$$

y la nueva p promedio final será:

$$p'' = mu + np \quad (4)$$

Restando la 3 de 4 obtenemos

$$p'' - p' = n(p' - p) \quad (5).$$

⁹Aumentos en el tamaño de las empresas, resultados de procesos de concentración, pueden incrementar el precio ponderado p de la industria y, dado su peso, las demás empresas aumentan el precio en la misma proporción. Este planteamiento ha sido considerado en el modelo de *cartels*, empresa líder, etcétera.

¹⁰Un aumento de los gastos generales (por nuevas técnicas de capital o en periodos de recesión por descenso de ventas) hará descender las ganancias, a menos que se desarrolle un acuerdo entre las empresas de traspasarlo a los precios, lo cual puede provocar un aumento en la concentración. Véase Kalecki (1954: 18).

Este planteamiento, explícitamente introduce la conexión que Kalecki hace entre el volumen de la inversión y los fondos propios, provenientes de ganancias no distribuidas de periodos pasados, intermediadas por el grado de oligopolio (1954: ix).

De acuerdo con Eichner, los precios están determinados por los costos medios variables más un margen de ganancia que cubre los costos fijos más una recaudación corporativa (*corporate levy-CL*) que se determina en función del objetivo de crecimiento de la empresa –i.e., inversión– mediatizados por coeficientes técnicos.¹¹ El aumento de la decisión de inversión requiere aumentar los fondos internos, y ello se logra aumentando el *CL*, crece el margen de ganancia en relación con los costos, suben los precios y el grado de oligopolio.

Este autor advierte que aunque los precios aumentan para garantizar flujos de efectivo crecientes para financiar la nueva inversión, pueden haber efectos contraproducentes como la caída del volumen de las ventas (debido a la mayor participación de los rivales –efecto de sustitución–, atracción de nuevos competidores¹² –efecto ingreso– y amenaza de intervención gubernamental). Dichos costos adecuadamente descontados se calculan como porcentajes del rendimiento, resultando una tasa de interés implícita (*r*). Con base en los costos implícitos y el flujo de efectivo se determina el monto de los flujos creados internamente para financiar la inversión.

A partir de esta explicación se reformula la tasa de descuento interna a la que hace referencia Keynes en los determinantes de la inversión (1936: capítulo 11). Eichner señala que ésta es fijada por la relación margen de ganancias a costos implícitos en la generación de flujos de efectivo,¹³ reduciendo la importancia de la tasa de interés del mercado financiero.

¹¹ Arestis y Milberg (1993-1994) definen el margen de ganancia como la sumatoria de los costos fijos más la recaudación corporativa (*CL*) entre una razón de estándar de operación y una tasa de capacidad ingeneril.

¹² En este planteamiento se utilizan los conceptos del modelo de límite de precio postulado por Labini y Bain. Véase Koutsoyiannis, capítulos 13 y 14.

¹³ Eichner (1973: 217) dice: “se determina por la eficiencia marginal de los fondos de inversión en relación con el costo de oferta marginal de tales fondos, tanto internos como externos”.

Arestis y Milberg (1993-1994) introducen el efecto de la depreciación del tipo de cambio al modelo de Eichner. Señalan que las variaciones del precio de la moneda afectan a los costos primos¹⁴ de las empresas extranjeras, suponiendo que las empresas nacionales no requieren importaciones y todas las empresas abastecen al mercado nacional.

Una apreciación de la moneda extranjera en relación con la moneda nacional (e) aumenta el costo primo u de las empresas extranjeras, lo cual puede afectar a los precios ponderados p y los precios de las empresas p , tamizado por m y n y, por tanto, el ingreso de dichas empresas.

De acuerdo con estos autores, la depreciación del tipo de cambio en moneda nacional (apreciación de la moneda extranjera) reduce el ingreso corporativo de las empresas extranjeras de mantenerse constantes los precios de la industria, lo cual contrae el gasto de inversión de estas empresas. Estos autores advierten que esta relación no es mecánica.¹⁵

En otras palabras, las variaciones en el tipo de cambio no necesariamente afectan a los precios (o su efecto no es proporcional) si existe competencia entre las empresas en el mercado (*i.e.*, empresas nacionales y extranjeras). De no existir competencia pueden desencadenarse traspasos completos del tipo de cambio a los precios (un símil a esta situación sería que los bienes importados dominan la oferta de los bienes de la economía). Bajo estas condiciones, la depreciación del tipo de cambio incrementa los costos, los precios de las empresas y de la industria, manteniéndose inalterado el margen de ganancia, aunque el ingreso corporativo de las empresas podrá verse reducido por reducciones en la demanda ante crecientes precios. Por consiguiente, un elemento fundamental del efecto traspaso del tipo de cambio a los precios y, en general, el efecto de

¹⁴ $u_i = c_i e_i$

c_i es el costo primo en moneda extranjera y e_i es el precio de la moneda extranjera.

¹⁵ Arestis y Milberg (1993-1994: 178) señalan que hay tres factores que neutralizan el efecto de las variaciones del tipo de cambio en la oferta de fondos internos para el financiamiento. "A mayor sensibilidad de la generación de fondos a variaciones del tipo de cambio, menor será el margen de ganancias y más limitado el efecto del traspaso del tipo de cambio.

los costos a los precios, dependerá de la estructura productiva, análisis que se desarrolla para el caso de México en el siguiente apartado, tomando en cuenta lo sucedido en la economía mexicana en los últimos 20 años.

LA INFLACIÓN EN MÉXICO:
RELACIÓN CON LA ESTRUCTURA PRODUCTIVA,
LOS COSTOS Y LA POLÍTICA MONETARIA

LA DESREGULACIÓN bancaria, acompañada de la dinamización del sector bursátil, especialmente en los títulos de deuda, dio inicio a la profundización (no lograda) del mercado de capitales, activada por las privatizaciones de las empresas públicas. En los noventa tuvo lugar la globalización del mercado financiero que, además de captar flujos de capital externo, abrió un espacio de financiamiento adicional a las grandes empresas en el mercado bursátil mundial: las grandes empresas y los bancos pudieron acceder al mercado financiero internacional, cuyas tasas de interés son menores, aunque sus niveles de incertidumbre son mayores por las posibles variaciones del tipo de cambio. Por consiguiente, los costos financieros son una combinación de tasas de interés y tipo de cambio, sufriendo varios cambios la estructura del tipo de cambio en los últimos 20 años (discusión que se retoma más adelante).

El segundo cambio estructural es resultado de la apertura comercial en 1985, vía la reducción de las tarifas y los aranceles, permitiendo la incorporación de México al GATT, profundizado con la firma del TLCAN en 1993. El efecto inicial fue la presencia de grandes empresas extranjeras que absorbieron las empresas nacionales que fueron mermadas por la apertura del comercio internacional. El segundo efecto, resultado del TLCAN, fue el incremento de la apertura comercial (en importaciones y exportaciones con alto contenido importado), iniciada en 1985, que reflejó la nueva división internacional del trabajo, liderada por empresas extranjeras.¹⁶

¹⁶En CEPAL (2002: 180) se señala: "El dinamismo de las exportaciones mexicanas fue particularmente notoria... en 2000, el valor de las exportaciones de México fue casi la mitad del total regional, mientras que a fines de los ochenta esa relación bordeaba sólo una cuarta

Específicamente, la reducción de las barreras arancelarias en la mitad de los ochenta redujo la sustitución entre bienes nacionales y extranjeros al desaparecer importantes sectores de producción nacional, así como las empresas pequeñas, lo cual tuvo un efecto semejante a un aumento en el grado de oligopolio, provocando un traspaso completo del tipo de cambio hacia los precios. Las empresas pudieron trasladar todos los costos a los consumidores, lo cual evidencia un aumento en el grado de oligopolio, expresado vía un proceso inflacionario galopante.

Empero, el *engarzamiento* de la economía mexicana a la estadounidense (a raíz del TLCAN) provocó un efecto inverso, asemejándose a una reducción del grado de oligopolio. Pese a que grandes empresas transnacionales¹⁷ fueron atraídas a México, éstas tuvieron que competir entre sí por el mercado de América del Norte, lo cual debilitó el efecto traspaso de los costos a los precios (particularmente tipo de cambio), ajustándose los costos financieros y/o salariales.

Un tercer cambio estructural que debe incorporarse al análisis de la inflación en México es el régimen del tipo de cambio que, durante los últimos 20 años, tuvo varias etapas.

En el periodo inicial de la desregulación en México (1983-1987), la estructura del tipo de cambio fue flexible, presentándose en varios años tipos de cambio subvaluados. Ello provocó aumentos en los costos de los insumos y bienes importados, los cuales, aunados a la reducción de sustitución entre bienes nacionales importados, explican la creciente inflación de los ochenta.

parte, considerando en ambos años las actividades de ensamble... (en México la especialización exportadora) se caracteriza por la integración a los flujos verticales de comercio de manufactura, centrados fundamentalmente en el mercado de Estados Unidos. Más adelante se abunda (1983) que a raíz del TLCAN las exportaciones se concentran en tres rubros: prendas de vestir (con tecnología baja), industria automotriz (tecnología intermedia) y equipos electrónicos (tecnología alta), p. 183.

¹⁷ En CEPAL (2002) señalan que de las 20 empresas exportadoras más grandes en América Latina, 16 se encuentran en México, de las cuales 11 son propiedad de capital externo, cuatro de capital privado local y uno de propiedad estatal (véase cuadro 6.8) que, a partir de lo cual señalan la estrategia de la inversión extranjera directa; estuvo orientada a “la búsqueda de mayor eficiencia productiva mediante la incorporación de plantas y procesos locales a sistemas internacionales de producción integrada que operan a escala internacional, bajo el liderazgo de empresas internacionales (p. 193, cursivas de la autora).

El segundo periodo (diciembre de 1987 y diciembre de 1994) se distinguió por la estabilización (y sobrevaluación) del tipo de cambio, a través de los “pactos” y las bandas cambiarias, cuyo objetivo, ampliamente logrado, fue la contención de la inflación, manteniéndose el traspaso total de costos (tipo de cambio) a precios.

La tercera etapa se abrió en diciembre de 1994 y finalizó en el año 2000, caracterizada por tener un régimen cambiario de “fijación suave” (Baquero *et al.*, 2003), acompañadas de políticas monetarias restrictivas cuyo objetivo fue la reducción de la volatilidad del tipo de cambio (que al igual que en periodos anteriores provocó una sobrevaluación del tipo de cambio) el efecto traspaso se debilitó, explicado fundamentalmente por la entrada en vigor del TLCAN (incrementó el mercado con mayor competencia entre grandes empresas) y fue acompañado de la reducción de los costos financieros.

La cuarta etapa inició en el año 2000 y se caracterizó por el agotamiento de las ventajas del TLCAN, traspasándose la estabilidad macroeconómica, particularmente del tipo de cambio a la reducción de la actividad económica y los costos salariales, independizándose la tasa de interés del gasto y principalmente de la estabilidad del tipo de cambio.

Habida cuenta de los cambios institucionales podemos señalar que la tasa de interés se volvió una variable fundamental en la política monetaria mexicana que fue determinada por el banco central (véase Schwartz, 1998), vía modificaciones directas de la tasa de fondeo, operaciones de mercado abierto, e indirectamente a través de poner en “corto” al sistema financiero.¹⁸ Martínez *et al.* (2001) relacionan la política monetaria (tasa de interés) con el objetivo de lograr un régimen cambiario con fijación suave,¹⁹ perdiendo importancia al final del periodo.

¹⁸El propósito de la política de “cortos” es modificar indirectamente a la tasa de interés para controlar los niveles de inflación. El banco central dice: “el instituto fija o, en su caso, aumenta el objetivo negativo para el saldo consolidado de las cuentas corrientes que lleva a la banca a incrementar temporalmente a la tasa de interés de corto plazo, lo cual limita el efecto sobre los precios de las presiones inflacionarias existentes” (Informe Anual del Banco de México; 1999: 93) ... (el banco central) “induce un sobregiro de la banca en las cuentas corrientes que les lleva a poner en «corto» al sistema bancario” (Informe Anual, 1996: 79).

¹⁹Dicen: la política monetaria busca “afectar la inflación por canales alternativos al tipo de cambio” (2001-2, p. 3), específicamente a través de la tasa de interés real. O sea,

Un elemento adicional es que los agregados monetarios dejan de ser un objetivo importante para explicar la inflación y, por tanto, la política monetaria abandonó su control. Martínez *et al.* (2001) señalan que pese a que el Banco de México intentó regular el crecimiento de la base monetaria (política monetaria oficial entre 1995 y 1997) a través de la utilización de los “cortos” hubo varios periodos en que la economía se aproximó a su meta de inflación, pese a que la oferta de la base monetaria excedió ampliamente su trayectoria prevista; y, en los años en que ésta se mantuvo constante o, incluso, creció menos de lo anticipado, se rebasó la meta de inflación. A partir de 1998 se redujo la importancia del control de los agregados monetarios porque, en el corto plazo, la demanda de la base monetaria es inestable y, por consiguiente, se desaconseja su uso como objetivo intermedio.

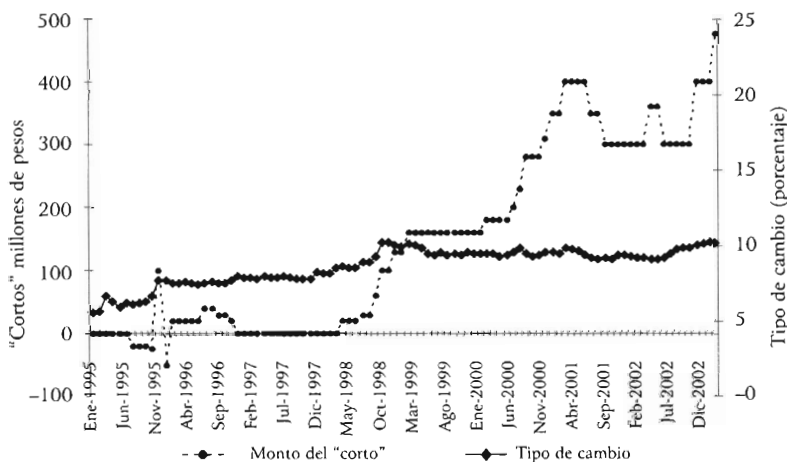
Adicionalmente, se muestra que las políticas monetarias no están relacionadas con la brecha del producto por la importancia de estabilizar el tipo de cambio. Por consiguiente, el movimiento de la tasa de interés se vuelve independiente del ciclo económico y se desliga del financiamiento de la inversión, particularmente después del TLCAN. Específicamente, a finales de los años ochenta la tasa de interés tiene como objetivo reducir el gasto e incrementar el ahorro financiero para reducir la presión sobre la cuenta externa. Desde inicios de los noventa, la estabilidad de la moneda tiene lugar a través del tipo de cambio, con diferentes formas. En el primer quinquenio, la estabilidad del tipo de cambio se debe a la atracción de la inversión extranjera de cartera, lo cual, se implementó a través de variaciones en la tasa de interés en combinación con un tipo de cambio anclado. Después de 1995 los “cortos” –movimientos indirectos de la tasa de interés– fueron utilizados para reducir el gasto en periodos de creciente inflación, inducidos por devaluaciones en el tipo de cambio. Por consiguiente, la tasa de interés tiene como propósito reducir el gasto en periodos

el Banco de México buscaría regular tasa de interés *ex ante* (función de las expectativas de inflación, la brecha entre el producto potencial y observado y el comportamiento de la tasa de interés externa, incluido el riesgo país, siendo este último el principal determinante de las variaciones de la tasa de interés nacional).

de reflujo del capital externo. A partir del año 2000, la política monetaria restrictiva debe ser acompañada de frenos a la actividad económica.

De esta manera se puede argumentar que a lo largo de este periodo, la función de reacción del banco central se determina con base en tipos de cambios metas, ajustándose la tasa de crecimiento económica a la inflación "objetivo". Debe resaltarse que los "cortos" a partir del año 2000 deben aumentar más que proporcionalmente para mantener estable el tipo de cambio (véase gráfica 1), lo cual indica el debilitamiento de la tasa de interés para estabilizar el tipo de cambio y la inflación, debiéndose (como se dijo anteriormente) frenar el crecimiento económico.

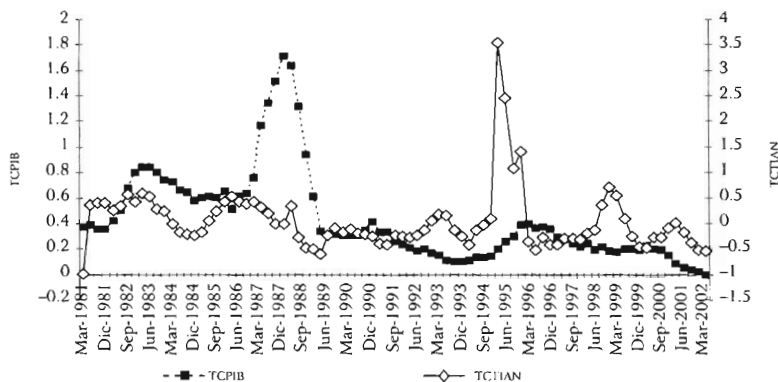
GRÁFICA 1
RELACIÓN ENTRE EL "CORTO" Y TIPO DE CAMBIO



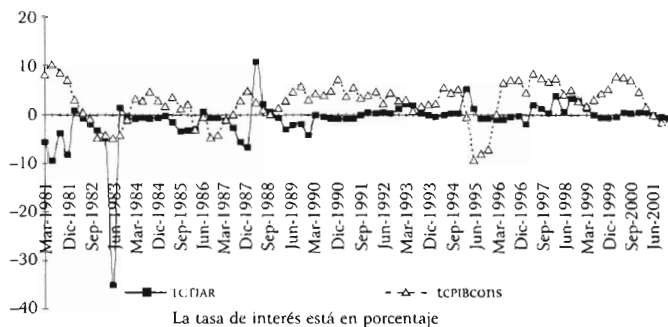
Con respecto al comportamiento de la tasa de interés activa y el crecimiento del producto, para el periodo 1985-2002, no se observa la relación inversa esperada en términos nominales (véase gráfica 2a) ni reales (véase gráfica 2b), exceptuándose los periodos de crisis.

La independencia de la política monetaria con respecto al ciclo es reforzada al analizarse la correlación entre el movimiento de la

GRÁFICA 2A
TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB
Y DE LA TASA DE INTERÉS ACTIVA NOMINAL



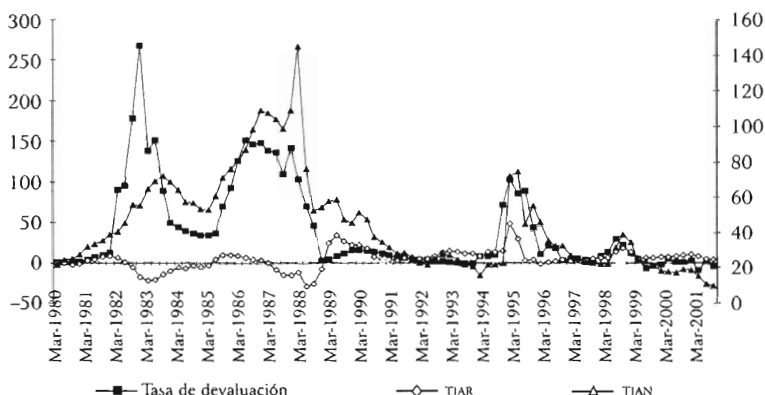
GRÁFICA 2B
TASA DE CRECIMIENTO DE LA TASA
DE INTERÉS ACTIVA REAL Y DEL PRODUCTO



tasa de interés de los Cetes (nominal y real) y la devaluación del tipo de cambio (véase gráfica 3), debilitada desde el año 2000 debido a la caída de la tasa de crecimiento de la economía estadounidense y, especialmente, el agotamiento de los efectos del TLCAN, debiendo operar un ajuste creciente en los costos laborales.

O sea, la pugna sobre la distribución del ingreso se resuelve vía modificaciones en la tasa de interés que mantiene estable el tipo de

GRÁFICA 3
TASA DE DEVALUACIÓN Y TASA
DE INTERÉS ACTIVA REAL (TIAR) Y TASA
DE INTERÉS ACTIVA NOMINAL (TIAN)



cambio, lo cual benefició al capital financiero, especialmente a los tenedores de títulos financieros; y el capital extranjero que, a inicios de los noventa, fue el tenedor principal de los bonos gubernamentales. Después de la crisis de 1995 el movimiento de la tasa de interés benefició a las empresas financieras (fondos de pensiones e instituciones bancarias) que no necesariamente son nacionales (*v.gr.* casi todos los bancos en territorio nacional son extranjeros); mientras que la estabilidad del tipo de cambio nominal (la mayor parte del periodo revaluado) favoreció a las empresas con altos coeficientes de importación, especialmente a las transnacionales.

Estas políticas debilitaron a las empresas exportadoras con encadenamientos nacionales y a las pequeñas empresas destinadas a abastecer el mercado nacional con bajos contenidos de importación. El costo de esta política monetaria es mantener un reducido mercado interno, altos niveles de desempleo (que reducen los salarios) y fuerte dependencia en la demanda externa.

Finalmente, con base en las conclusiones presentadas y la interrelación de los diferentes índices de precios explicaremos las fuentes de la inflación en México para la cual dividiremos los últimos 20 años en seis etapas diferentes.

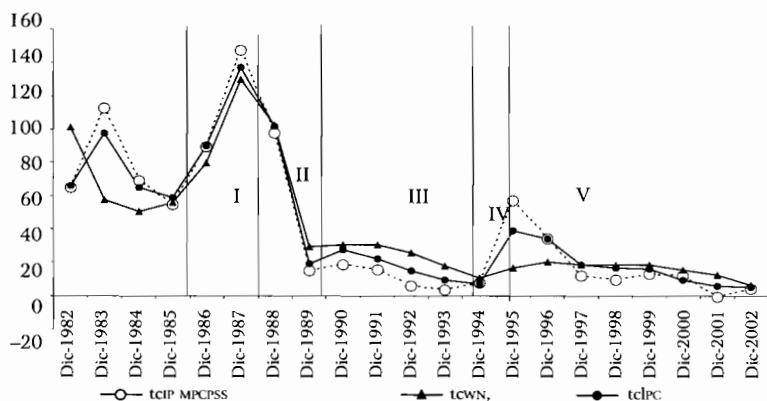
La primera inicia con la entrada a México al GATT (1985) y finaliza con la modificación de la estructura de tipo de cambio flexible a “anclado” (diciembre de 1987). La segunda tiene lugar entre 1988 y 1990, año en que el mercado financiero se globaliza y se distingue por la renegociación de la deuda externa y el “anclaje” del tipo de cambio. El año de 1991 con la globalización del mercado de capitales, inicia la tercera etapa, que se distinguió por el abundante influjo de capital externo de corto plazo, finalizando en 1994 con la macrodevaluación del tipo de cambio, que mostró los límites del modelo de acumulación basados en influjos de inversión extranjera de cartera para estabilizar el tipo de cambio y controlar la inflación; la cuarta tuvo lugar en el año de la crisis (1995); la quinta corresponde al periodo de 1996-2000 y se distingue por el liderazgo de las grandes empresas nacionales e internacionales, con un mercado ampliado, lo cual, modificó el influjo de capitales externos, adquiriendo importancia los influjos por inversión extranjera directa y exportaciones, ocurridas por las oportunidades que brindó el TLCAN. Finalmente, el año 2001 da inicio la última etapa, que se distingue por la extinción de los beneficios del TLCAN, debiendo frenar la actividad productiva para evitar desajustes macroeconómicos y, en particular, presiones inflacionarias.

En la primera etapa (1985-1987) el crecimiento de los índices de precios de las materias primas con petróleo y sin servicios (tcIPMPCPSS) y de los salarios manufactureros (tcIPW) está muy cercano al índice de precios del consumidor (tcINPCO), manifestándose un alto efecto de traspaso de los costos a los precios (véase gráfica 4). Ello indica que las devaluaciones del tipo de cambio afectaron fuertemente los costos de las materias primas, los cuales fueron traspasados plenamente a los precios y los salarios (cuya tasa de crecimiento se encuentra por debajo del índice de precio) vieron mermado su poder adquisitivo.

En el segundo periodo (1988-1990) se modificó la determinación del tipo de cambio, pasando de flexible a fijo, se redujo la inflación, manteniéndose fuerte el efecto traspaso. En este caso, la sobrevaluación del tipo de cambio redujo el precio de los insumos de las materias primas, pudiendo por esa vía reducirse los

precios (véase gráfica 4); y la tasa de crecimiento de los salarios estuvo por encima de los anteriores índices, revirtiéndose parcialmente las pérdidas en el poder adquisitivo, ocurridas en los últimos 10 años.

GRÁFICA 4
COMPORTAMIENTO DE LA TASA DE CRECIMIENTO



En el tercer periodo (1991-1994), la estabilización del tipo de cambio fue acompañada de flujos externos de inversión en cartera al sector financiero mexicano, subió el precio de las acciones, bajó la tasa de interés y se amplió la disponibilidad crediticia bancaria, lo cual indujo al primer periodo de crecimiento económico de la etapa de desregulación y globalización. En estos años, aunque la tasa de crecimiento de todos los índices mantuvieron una tendencia descendente, la tasa de crecimiento del índice de los salarios (tcipWN) está por encima de las demás variables, indicando una mejoría en el poder adquisitivo de las familias por el efecto riqueza de la entrada de capitales. La tasa de crecimiento del índice de las materias primas (tcipMCPSS) presentó la mayor reducción, explicada por la fuerte sobrevaluación del tipo de cambio nominal que tuvo lugar en esos años.

En 1995 está presente el efecto de la devaluación de 1994, incrementando nuevamente todos los índices, esta vez liderados por el índice de precios de las materias primas (tcipMCPSS), obser-

vándose una menor tasa de crecimiento en el índice de salarios (véase gráfica 4), lo cual indica un alto efecto traspaso de costos a precios con una reducción de los salarios.

En el periodo 1996-2000, hay una reducción de todos los índices, recobrándose la tendencia del periodo 1990-1994, sin la presencia de inversión extranjera de cartera. La tasa de crecimiento del índice de materias primas (tcIPMCPSS) bajó; y, también se recuperó el índice de los salarios (tcIPW_N), presentándose un efecto traspaso menor del tipo de cambio, explicado fundamentalmente por la ampliación del mercado que incrementó la competencia entre las grandes empresas, asimismo, se redujeron los costos financieros, en tanto, el financiamiento se divorció del sistema financiero internacional. Debe resaltarse que en este periodo, la economía tuvo tasas de crecimiento aceleradas (1996-2000), sin la presencia de procesos inflacionarios (contraviniendo el planteamiento de Eichner), lo cual se explica con base en la reducción del grado de oligopolio generado por los cambios estructurales resultados del TLCAN, a lo cual, debe acompañarse el hecho de que se redujo el costo del financiamiento de la inversión, debido a que las filiales extranjeras o las grandes empresas nacionales tuvieron acceso a créditos intraempresariales.

El último periodo se abrió en el año 2001; se distingue por lograr la estabilidad macroeconómica con base en una recesión económica, reduciéndose la tasa de crecimiento del índice de los salarios (tcIPW_N), por consiguiente, el efecto traspaso limitado se basó en la caída de los costos salariales.

CONCLUSIONES

PESE A las diversas explicaciones teóricas sobre el comportamiento de los precios, hay acuerdo en que la política monetaria afecta al producto, o sea, no es neutral, al menos en el corto plazo. El problema es determinar los mecanismos y las formas de operación de las variables monetarias.

Se reconoce por todas las posturas teóricas que el principal instrumento de la política monetaria es la tasa de interés que se

distingue por ser una variable monetaria y tener un efecto inverso con respecto a las variables productivas. Empero, debido a que la política monetaria dominante privilegia la relación dinero-demanda y menosprecia la efectividad de las variables monetarias sobre la oferta de bienes y servicios, sus objetivos están relacionados a la brecha del producto, lo cual, requiere de políticas monetarias anti-cíclicas sólo cuando ésta presenta valores negativos.

Este razonamiento no se aplica al funcionamiento de las economías emergentes. Las políticas monetarias restrictivas son independientes del ciclo económico y de la brecha productiva, volviéndose su principal objetivo la estabilidad del tipo de cambio, por su importancia en la determinación de los costos en un ambiente de apertura comercial.

En este contexto consideramos más relevante la inflación explicada con base en los costos, donde inciden preponderantemente los costos financieros (afectados por el tipo de cambio) y salariales (que opera como amortiguador de los primeros) y la organización de las estructuras productivas, que determina el efecto traspaso de los costos a los precios, volviéndose más relevante la explicación de Kalecki y de Arestis-Milberg.

Específicamente, argumentaremos que la inflación en los ochenta se debió a la subvaluación del tipo de cambio y la apertura de la economía mexicana al comercio internacional (ingreso al GATT) que destruyó importantes segmentos del sector productivo nacional, impidiendo amortiguar los efectos de la sobrevaluación. El resultado de lo anterior fue el incremento de los precios (por aumento de los costos de los insumos importados) presentando un efecto traspaso completo.

Por su lado, la reducción de los precios en los noventa se explica por la sobrevaluación del tipo de cambio (reducción de los costos de insumos importados) sustentada inicialmente en la entrada de capitales de corto plazo, alterándose dicha situación por la entrada en vigor del TLCAN. La modificación de la entrada de capitales y la ampliación del mercado de ventas debilitó el efecto traspaso completo, en tanto las grandes empresas debían competir con sus

similares en la región norteamericana. La reducción de costos provino inicialmente del sector financiero, en tanto, el mercado financiero nacional, con mayores tasas de interés que el mercado internacional, dejó de proveer financiamiento a las empresas. Agotadas las ventajas del TLCAN, el factor salarial fue determinante central del traspaso débil de los costos a los precios.

Se debe resaltar que en ninguno de los eventos inflacionarios fuertes (la década de los ochenta y 1995) los salarios fueron un efecto explicativo del incremento de los precios. Nuestro argumento es que éstos reducen su tasa de crecimiento en esos periodos y sirven de amortiguador al incremento de precios, lo cual se ha agudizado desde la apertura comercial.

La política monetaria aparece como un elemento central en la contención de la inflación, pero a diferencia de los países industriales, su objetivo está desligado de la brecha productiva y del ciclo económico, centrándose en la estabilidad del tipo de cambio. Nótese que las devaluaciones son seguidas por aumentos de la tasa de interés, las cuales, empero se han desligado del movimiento del capital internacional, teniendo como objetivo impedir desequilibrios en la cuenta corriente externa, o sea el crecimiento económico se adapta a la función de reacción del banco central.

Desde esta perspectiva se puede concluir que el factor externo es un elemento central en la variación de precios, teniendo como único elemento amortiguador la variación de salarios. Por consiguiente, reducciones del flujo de capital internacional o crecimiento de los precios en el mercado internacional, sólo pueden ser neutralizados por caídas en los salarios o reducciones en la tasa de crecimiento económico. En este contexto, debe señalarse que la inflación tiene un carácter estructural pudiendo revertirse a través del fortalecimiento de un sector exportador dinámico, alejado del proceso de maquilas, y la fortificación de la industria nacional, para lo cual, se requiere nuevamente ligar el sector financiero al sector productivo a través de crecientes disponibilidades crediticias, manteniendo la sobrevaluación del tipo de cambio.

BIBLIOGRAFÍA

- ARESTIS, P. y W., Milberg (1993-1994), "Degree of monopoly, pricing and flexible exchange rates", *Journal of Post-Keynesians Economics*, vol. 16, núm. 2.
- BAQUEIRO, A. *et al.* (2003), "¿Temor a la flotación o a la inflación? La importancia del traspaso del tipo de cambio a los precios", en *Documentos de Trabajo núm. 2003-2002*, Banco de México.
- BLINDER, A.S. (1998), *Central banking in Theory and Practice*, E.U.A., MIT Press, 1998.
- CEPAL (2002), "La inserción de América Latina y el Caribe en los circuitos comerciales y productivos globales" (cap. 6) en *Globalización y desarrollo*, documento en línea (www.eclac.org.un).
- DALZIEL, P. (2002), "The triumph of Keynes: what now for monetary policy research?", *Journal of Post Keynesians Economics*, vol. 24, núm. 4, verano.
- DOW, Y SAVILLE (1990), *A critique of monetary policy. Theory and British Experience*, Oxford, Clarendon Press, 1990.
- EICHNER, A. (1973), "Una teoría de la determinación del margen de ganancia en el oligopolio", en *Economía poskeynesiana*, selección de J.A. Ocampo, México, Fondo de Cultura Económica, 1988.
- FRIEDMAN, M. (1969), *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Nueva York, Ed. Aldine de Grueter.
- FRISCH, H. (1977), "Inflation theory 1963-1975: A «Second Generation» survey", *Journal of Economic Literature*, vol. 15 núm. 4, diciembre.
- KALECKI, M. (1954), *Ensayos escogidos sobre dinámica de la economía capitalista 1933-1970*, México, FCE, 1971.
- KEYNES, J.M. (1936), *La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México, FCE, 1986.
- KOUTZOYIANNIS, A. (1985), *Microeconomía Moderna*, Buenos Aires, Amorrortu.
- LEVY, N. (2001), *Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión, México 1960-1994*, México, DGAPA-FE-UABJO.
- MARTINEZ, L., O. Sánchez y A. Werner (2001), "Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México", *Documento de Trabajo*, en línea, Banco de México www.banxico.org.mx
- ROJAS Y RODRÍGUEZ (1999), "El papel de la estructura financiera en la transmisión de la política monetaria", *Revista Monetaria*, enero marzo.

- SÁNCHEZ O. *et al.* (1999), “Los costos asociados al proceso desinflacionario”, *Documentos de trabajo núm. 9903*, Banco de México, en línea.
- SCHWARTZ (1998), “Consideraciones sobre la instrumentación práctica de la política monetaria”, *Documentos de Trabajo núm. 9804*, Banco de México, en línea.
- TOPOROWSKI (2000), *The end of finance: Capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism*, Inglaterra, Routledge Frontiers of Political Economy.

Segunda parte

*La conducción ecléctica
de la política monetaria
en la actualidad*

EDWIN LE HERON*
EMMANUEL CARRE**

*Credibilidad, confianza e inflación****

A TRAVÉS de la revisión de la historia monetaria es posible argumentar que un sistema monetario descansa sobre una teoría monetaria particular. Incluso si el sistema monetario es reemplazado, a menudo, se observan indicios de los regímenes monetarios previos. El “mejor” nivel de inflación debería estar definido al interior de un sistema monetario (véase Aglietta, 2003: 6); y por una teoría monetaria porque la inflación no se determina en términos de sí misma. Por ejemplo, el predominio del punto de vista del dinero endógeno-interno o exógeno-externo implica una estructura monetaria y financiera particular, así como un modelo específico de mecanismos de formación de expectativas sobre el crecimiento y la inflación. Considerando lo anterior, junto con Bordo y Schwartz (1999: 152) definiremos un sistema –o régimen monetario–¹ de la siguiente forma: “...un conjunto de arreglos monetarios e instituciones acompañadas de un conjunto de expectativas del público con respecto a las acciones de los hacedores de política y las expectativas de éstos sobre las reacciones del público a sus acciones”.

Aún más, un régimen monetario está destinado a desaparecer cuando crecen las incoherencias entre estas dos clases de expectativas. Por “incoherencias” se entiende la inadecuación entre objetivos e instrumentos.

Al observarse el interior de un régimen monetarista, aún incluyendo la contribución de las expectativas racionales, es posible

** Sciences Po Bordeaux, e.le.heron@sciencespobordeaux.fr

** Sciences Po Bordeaux, manuoleron@hotmail.com

*** Traducción realizada por Noemí Levy con apoyo de Antonio Dorantes.

¹ Para una definición alternativa véase M. Aglietta (2001: 6).

referirse a una estrategia de credibilidad que se ocupa de la doctrina de política monetaria, la cual, puede resumirse de la siguiente manera: incoherencia dinámica-regla incondicional-obligación-independencia del banco central-transparencia-reputación-credibilidad-anclaje. Empero, la literatura más reciente da cuenta de debilidad en el régimen monetarista.

En la actualidad nos encontramos sumergidos en un nuevo régimen monetario cuyo fin es lograr una inflación objetivo (*Inflation Targeting*). Dicho régimen está basado en una práctica radicalmente diferente de política monetaria que se conoce como la estrategia de confianza. Su articulación teórica comprende: orden monetario-regulación-responsabilidad-ambigüedad-interacción entre las expectativas del banco central y los agentes-confianza-anclaje.

El objetivo de este trabajo es esbozar las implicaciones del cambio de estrategias de la política monetaria (desde la credibilidad a la confianza) y establecer los vínculos con el análisis poskeynesiano. En la primera parte del trabajo se presenta la perspectiva histórica del régimen monetarista y la debilidad de su marco de credibilidad. En la segunda, se discute la especificidad del nuevo consenso en política monetaria y la estrategia de confianza. En la tercera parte se concluye con una discusión sobre la inflación, resaltándose las fuertes diferencias entre la estrategia de credibilidad y confianza. En este punto se destaca que la naturaleza de la inflación es completamente diferente en el nuevo acuerdo general sobre política monetaria. A partir de ahí se mostrará que la estrategia de confianza es muy cercana al planteamiento poskeynesiano.

EL MARCO TEÓRICO DE LA CREDIBILIDAD

Presentación del marco de credibilidad

Una perspectiva histórica

El paradigma de credibilidad corresponde a un momento específico en el tiempo. En los años setenta cuando el mundo enfren-

taba el derrumbe del llamado “régimen fordista” de desarrollo, la inflación era alta; *i.e.* el sistema del crédito apoyaba a los deudores; por consiguiente, eran años de intensa crítica a las políticas keynesianas. Desde una perspectiva doctrinaria eran tiempos favorables al planteamiento monetarista de Friedman y la Escuela de Chicago, quienes propusieron un marco de política económica completamente alternativo al planteamiento keynesiano, donde la inflación era considerada como un fenómeno monetario. Este planteamiento estaba basado en tres supuestos fundamentales: “*a*) un nivel de equilibrio natural de producto y desempleo, *b*) una relación de largo plazo entre el *stock* de dinero e ingresos nominales y una velocidad predecible en el largo plazo, y *c*) una relación de largo plazo entre los precios de bienes comerciables entre pares de países con un tipo de cambio bilateral, *i.e.* paridad de poder adquisitivo” (Goodhart, 1991: 306).

En el debate de política monetaria entre “reglas contra (*versus*) discreción” los monetaristas escogieron las reglas y relegaron la discreción. Ellos recomendaron respetar las reglas de manera incondicional, o sea, dicho marco teórico se basó en el supuesto que existe un equilibrio de largo plazo. De hecho, la regla se deduce de este supuesto y debe asegurar las condiciones del equilibrio de largo plazo, notablemente, a través de la relación cuantitativa. El dinero es neutral en el largo plazo y debe ser neutralizado en el corto plazo. El monetarismo supone que las fuerzas del mercado pueden producir de manera natural un equilibrio de largo plazo. En consecuencia, la economía se autorregula. Esta visión puede ser denominada sustancial o naturalista.

Esta era la visión dominante hasta los años setenta. A partir de ahí, aparece la revolución generada por los planteamientos de las expectativas racionales, así como las críticas de la nueva economía clásica. El marco de credibilidad es una especie de sincretismo entre los monetaristas y la escuela de expectativas racionales. Este marco, al igual que en los monetaristas, acepta la superioridad de reglas sobre la discreción. Empero, las expectativas son más racionales que adaptativas, además, contrariamente a las conclusiones de la crítica política de Lucas, pero en concordancia con el

monetarismo, la política monetaria continúa siendo activa. Este punto es esencial.

El principio del marco de credibilidad:
incoherencia dinámica, regla y reputación

En la literatura económica el marco de credibilidad inicia con el modelo de Kydland y Prescott (1977). Este marco teórico tuvo como objetivo superar la carencia de una demostración convincente de la argumentación monetarista acerca de las reglas (Prescott, 1977: 474). La incoherencia dinámica² es presentada como un nuevo argumento a favor de la regla por encima de la discreción. La incertidumbre deja de ser el problema en la acción de la política monetaria, apareciendo las expectativas racionales. Bajo esta hipótesis, la discreción favorece la inflación (predisposición inflacionaria). En periodos de alta inflación (setenta) estos autores definen que la estabilidad requiere de una tasa de crecimiento nula de precios (Prescott, 1977: 480), lo cual, les permite regresar al establecimiento del equilibrio de largo plazo. Los hacedores de política deberían confiar en “políticas de crecimiento constante de la oferta monetaria” (Prescott, 1977: 487).

Barro y Gordon (1983a) extienden este planteamiento e inician la literatura teórica sobre la reputación de las políticas monetarias, donde desarrollan un planteamiento de teoría de juegos para la política monetaria. Aceptan la posibilidad de inflación como resultado de sorpresas, debido a un juego engañoso entre el banco central y el público. Cuando la inflación se convierte en el único objetivo de la política monetaria se amenaza al crecimiento económico. Empero, la credibilidad requiere de ambos objetivos. Sin embargo, este marco institucional conduce sólo a la estabilidad de precios a un costo social muy alto. Ellos demostraron la incapacidad de reproducir la regla propuesta por Kydland y Prescott, señalando la presencia de un problema de indeterminación, *i.e.* de equilibrio múltiple, a partir de lo cual concluyen que es imposible hacer cumplir las obligaciones (reglas). Promueven un equilibrio repu-

²Para una presentación exhaustiva del tema véase Fisher (1990: 1169).

tacional que definen, con base en la sugerencia de Kreps (1990: 106-111) como la reputación de la autoridad monetaria revelada y construida con base en repetidas interacciones entre los agentes.

Barro y Gordon en un segundo trabajo (1983b: 599) conservan este marco teórico “naturalista”, aunque sus conclusiones prácticas difieren del resto del paradigma de credibilidad, al rechazar una tasa de cero de inflación. Bajo esas condiciones, la autoridad monetaria tiene demasiadas tentaciones de engañar y concluyen que el anclaje formal (regla) es menos importante que el anclaje institucional (estructura institucional).

De anclaje (regla) formal al anclaje institucional:
el principio de independencia del banco central

La siguiente contribución al paradigma de credibilidad tiene lugar en un ambiente de estancamiento e inflación (*stagflación*). El trabajo de Rogoff (1985) es considerado como el punto inicial de la literatura de la delegación estratégica en la política monetaria. Se incluyen rasgos keynesianos (IS-LM, sin dicotomía) donde intentan encontrar una alternativa a la invalidación teórica de la regla. Al igual que Barro y Gordon, enfatizan en el arreglo institucional, el cual, representa un punto de quiebre para el marco de credibilidad. El centro de la teoría se mueve de las reglas al principio de la independencia del banco central y la inflación continúa siendo considerada como un aspecto fundamental.

La proposición de Rogoff se basa en un “banquero central conservador”, es una explicación sociológica,³ el cual, empero, fue transformada una proposición de organización institucional: independencia del banco central. Pese a lo anterior Rogoff alerta sobre la existencia del dilema credibilidad/flexibilidad. Las nociones de regla, obligación, reputación o banquero central conservador pueden producir un prejuicio a la estabilización, el cual, puede ser contraproducente a la credibilidad. Cuando la inflación se convierte en el único objetivo del crecimiento económico se amenaza el crecimiento económico.

³ Desde nuestra perspectiva los bancos centrales son funcionalmente conservadores, lo cual, de acuerdo con Goffman, sería su función social, véase Aglietta (2001: 94).

A finales de los años ochenta, el régimen monetarista redujo su popularidad y fue rechazado por la mayoría de los bancos centrales, imponiéndose la inflación-objetivo. No obstante, el marco de credibilidad y su problemática aún son temas importantes en la literatura académica. La credibilidad se ha vuelto un tema de actualidad junto con el desarrollo de los mercados financieros. Con base en lo anterior es importante distinguir entre la credibilidad y el monetarismo, aun cuando, parcialmente se superponen. Eso podría explicar por qué el marco de credibilidad regresó al primer plano de la literatura económica a mediados de los noventa.

El modelo de Walsh que inspiró la organización del banco central de Nueva Zelanda, representa una nueva mutación del marco de credibilidad. Su objetivo es asociar el mercado de credibilidad con el nuevo régimen monetario. El engaño del banco central se entiende en un marco conceptual diferente: el de la asimetría de información (información privada del banco central). Por consiguiente, el autor, en el marco del agente-principal, intenta presentar un contrato-incentivo óptimo. Debe resaltarse que aparece como un paradigma de credibilidad puro, aunque, bastante diferente.

El contrato reemplaza la regla, hay independencia de instrumentos sin postularse la independencia financiera y la información es imperfecta. De una perspectiva económica, el contrato es visto como el mejor diseño para la credibilidad, suponiendo que esa institución es considerada como una estructura de incentivos.

Hay instituciones, en vez de una regla incondicional, para enfrentar contingencias imprevistas (Walsh, 1995: 156). Con base en esta hipótesis, Walsh critica el equilibrio reputacional. La información es imperfecta, inobservable y no puede verificarse. El autor presenta una función del traslado óptimo basada en una inflación lineal simple. La remuneración del banco central es una función de éxito de la inflación-objetivo. El autor, con base en el fundamento de las contingencias imprevistas admite grados de discreción (Walsh, 1995: 152) en la conducta de la política monetaria, aunque, se mantiene el dilema de credibilidad/flexibilidad. Este contrato elimina el prejuicio inflacionario y “se logran simultáneamente credibilidad y flexibilidad” (Walsh, 1995: 153).

Svensson (1997), último autor del paradigma de la credibilidad, abandona el cierto modelo económico perfecto, automático y naturalista para adoptar otro, con características contrarias. Se mantiene una perspectiva delegacional, al interior del contrato con una inflación-objetivo. Pero, nuevamente, aparece una crítica del modelo previo. Debido a la persistencia del desempleo las proposiciones de Rogoff generan una inclinación a la desestabilización. Por la misma razón, el planteamiento de Walsh genera el tercer mejor equilibrio (Svensson, 1997: 105). Ello implica, de acuerdo con Svensson, que es más óptimo un estado contingente de inflación-objetivo. Finalmente, Svensson propone una combinación banco central conservador y una inflación-objetivo restrictiva. La solución de Rogoff es relevante, porque no hay un prejuicio inflacionario sino deflacionario. Eso es la razón que Svensson resalta con precisión la pregunta central sobre la responsabilidad (*accountability*)⁴ del banco central. Su objetivo es reducir el prejuicio de la estabilización.

Esta revisión muestra que al interior del planteamiento de credibilidad ha ocurrido una serie de rupturas y no meras modificaciones. El concepto de credibilidad se puede resumir en que un banco central “creíble” “muestra su determinación en la conservación del sistema monetario sobre el cual ha comprometido su estrategia, a pesar de las desviaciones que puede aceptar al absorber choques económicos bajo las mejores condiciones posibles” (Aglietta, 2001: 89). De esta manera un banco central es juzgado “creíble” cuando los agentes económicos piensan que el banco central continuará con la misma regla, volviendo estable su función de reacción, pese a las necesidades ajuste a las condiciones económicas temporales (Le Heron, 2003: 12). Blinder (2000: 1422) lo resume de la siguiente manera: “Un banco central es creíble si la gente cree que hará lo que dice.”

El supuesto fundamental de este planteamiento es el equilibrio de largo plazo. El banco central está convencido que conoce el “verdadero” modelo económico y su credibilidad proviene del

⁴Este término está relacionado con exigencia de dar cuenta de los actos del banco central (nota del traductor).

respeto hacia éste. Este planteamiento es muy frágil y revela la incoherencia de marco de la credibilidad. Desde esta perspectiva, deberíamos estar más seguros sobre la habilidad del banco central de regular la economía que en la capacidad de las fuerzas naturales del mercado para devolver el equilibrio a la economía. Esta visión de la economía y de las autoridades políticas tiene fuertes implicaciones sobre la política monetaria.

El marco de credibilidad: del consenso a la disenso

A finales de los años ochenta, las economías occidentales se enfrentaron al “régimen patrimonial de crecimiento”. La liberalización y la desregulación de los movimientos del capital condujeron al desarrollo de los mercados financieros.

La emergencia del principio de independencia del banco central puede ser ligada al control de inflación y las demandas de los mercados financieros para crear condiciones económicas favorables. Como se ha señalado anteriormente, la credibilidad, tiene que ser construida en función del mercado financiero. Una vez reducida y establecida una inflación baja y firme se favorece al acreedor (o “rentistas”), lo cual, tiene lugar a mediados de los ochenta.

Las expectativas de inflación cambiaron y se desarrolló un régimen monetario, al igual que una teoría monetaria. Incrementó la importancia de la inflación, incluso, en relación con la década anterior. A medida que se redujo la tasa de crecimiento y la tasa de inflación, creció la necesidad de empleo. El nuevo tema a discusión se trasladó a si el banco central debería responder a los choques. Parecía que el marco de credibilidad se había debilitado.

¿Son ciertos estos cuestionamientos empíricos y teóricos acerca del marco de credibilidad? A mediados de los ochenta, las condiciones macroeconómicas generaron un consenso general alrededor del monetarismo, desapareciendo la credibilidad. La incoherencia de este régimen era palpable.

Volcker en 1979 desplegó una política monetarista que aumentó la tasa de interés de 8 a 20 por ciento, rompiendo la inflación inducida a un costo social significativo. La crisis monetaria mexi-

cana en 1982 puede ser vista como un signo del fracaso de la política monetarista. Según Goodhart (1991: 275-277) en 1982 se volvieron evidentes estas irrelevancias empíricas del monetarismo.⁵ Algunos supuestos del monetarismo eran empíricamente irrelevantes. La demanda de dinero se volvió crecientemente inestable y la velocidad de dinero fue imprevisible. El objetivo e indicador principal no podían ser interpretados como un signo de inflación futura. En 1982, un gerente del Banco de Canadá comentó: “Nosotros no abandonamos al M1, M1 nos abandonó a nosotros.” El rompimiento de la relación entre instrumentos (agregados monetarios) y metas (inflación) fue la señal de incoherencias del régimen monetario. La multiplicación de estas contradicciones exacerbó las expectativas privadas amenazando la propia existencia del dinero. Estas perturbaciones pueden ser relacionadas con innovaciones financieras y expansión en general de los mercados financieros. Además, es posible observar discrepancias entre los supuestos económicos “naturales” y la realidad. Este es el caso de la NAIRU, la cual, no parece ser una hipótesis robusta. Su incertidumbre (Meyer, Swanson y Wieland, 2001: 226) suponen modificaciones al diseño de las reglas de política monetaria. Seguir una regla fija puede resultar problemático. Desafortunadamente una regla fija, como la regla de Taylor, no es una regla *ex ante*, fundada en un modelo verdadero, sino es una regla del *ex post* que corresponde a la convención del banco central. Este tipo de regla es inútil para llevar a cabo la política monetaria.

Los hacedores de política monetaria, confrontando con estas distorsiones, se volvieron más pragmáticos y se regresaron a una mayor discreción. El Bundesbank es un buen ejemplo de este pragmatismo monetarista y de credibilidad. Von Hagen revela que el Bundesbank practicaba un objetivo específico de crecimiento dinerario. Según este autor (1999: 694-699) su conducta era más difícil de entender en un contexto sustancial o natural que en una “perspectiva de economía política”. Ello implica la existencia de un punto focal en lugar de una regla fija.

⁵ Para un punto de vista similar véase Aglietta (2001: 81).

El pilar de la estrategia de credibilidad y las expectativas racionales también debe enfrentarse a críticas teóricas. Estos planteamientos suponen, como se ha señalado, la existencia de equilibrios múltiples.⁶ La indeterminación de las expectativas racionales no parece ser compatible con un punto único de equilibrio de largo plazo. En otras palabras, la economía no aparece autorregularse; y hay un defecto de coordinación que requiere algo más que el libre movimiento de las fuerzas del mercado.

En relación con la literatura de reputación, investigaciones recientes resaltan las debilidades teóricas y prácticas de sus mecanismos de política monetaria. En particular, Persson y Tabellini (1999: 1414)⁷ consideran que “como en la teoría de juegos repetidos hay un problema de múltiple equilibrio que golpea con particular fuerza a un modelo ejemplar de política monetaria”.

Finalmente, aunque no menos importante, la literatura de credibilidad⁸ siempre aludió el tema institucional aunque también lo eludió. Puede argumentarse que, como reconoció el propio *mainstream* (corriente económica dominante), los agentes pueden confiar en las instituciones. En el marco de la credibilidad, la institución monetaria es considerada como una exterioridad,⁹ al igual que en el modelo naturalista.

Las instituciones monetarias intentan llenar el vacío de la economía, aunque éstas son sociales y no naturales. A partir de ahí emerge la pregunta acerca de la soberanía monetaria y legitimidad. Hay muchas maneras de contestarla. La legitimidad permite a las instituciones extender las reglas del juego; o bien las instituciones pueden verse como estructuras de movimiento que se benefician de la legitimidad. Sin embargo, los movimientos de

⁶ En este punto particular véanse Orlean (2002: 722-726), Bryant (1983); o Weil (1989).

⁷ Estos autores se enfocan a una crítica más general del equilibrio de reputacional (Tabellini, 1999: 1412-1415).

⁸ En Kydland y Prescott (1977: 487); Barro y Gordon (1983b: 607-608); Rogoff (1985: 1169); y Walsh (1995: 151-152) se encuentran temas de cambios institucionales.

⁹ Aglietta (1994: 214) define este concepto de la siguiente manera: “El mito consiste en creer que existe exterioridad de la institución en conflicto con la sociedad. Por consiguiente, provee a la institución con un estatus de un mediador imparcial. En lo que respecta al banco central, esta exterioridad mítica toma la forma de independencia. El banco central a fin de asegurar la legitimidad del dinero debe ser visto como un foráneo con respecto a los intereses participantes. Se argumenta que monitorea la liquidez.”

incentivos, analizadas por la estrategia de credibilidad, simplemente simulan un diseño institucional. Desde un punto de vista práctico, ¿quién es “el principal” del contrato?, ¿a quién afecta las multas y los premios del banco central?

Cuando la estrategia de credibilidad examina la independencia, sólo proporciona al banco central un instrumento independiente, sin definir sus objetivos. La conclusión es directa: la independencia resalta la existencia de una autoridad democrática y legítima.¹⁰

Podemos deducir el marco de credibilidad como una tríada entre el modelo natural, el banco central y los agentes. La credibilidad significa que el banco central sigue un modelo “verdadero”. Dado que los agentes son representativos, todos conocen el modelo “verdadero” y observan si el banco central lo respeta. Esta relación vertical y jerárquica entre los agentes económicos y el banco central es más indirecta que directa porque no existe interacción alguna. Ambos se refieren al modelo verdadero. Se construyen expectativas que aparece como un punto de referencia para hacedores de política y agentes. Desde esta perspectiva, la regla fijada puede interpretarse como un compromiso con el verdadero modelo económico. La independencia del banco central sólo es una condición necesaria para respetar el equilibrio a largo plazo.

A finales de los noventa, las obligaciones y los contratos incentivo y, probablemente, la mayor parte de la literatura de credibilidad, dejaron de ser relevantes. Sólo los banqueros centrales y los académicos le otorgaron importancia (Blinder, 2000: 1431).

CONFIANZA: UNA ESTRATEGIA CONSISTENTE PARA LA POLÍTICA MONETARIA

Los nuevos despegues teóricos

Al mismo tiempo tuvo lugar la contrarrevolución de los nuevos keynesianos. Este modelo mostró que las expectativas racionales

¹⁰Para mayor desarrollo véase Eijffinger y De Haan (2000: 38-47).

eran poco satisfactorias y desarrollaron diferentes herramientas conceptuales para entender la formación de las expectativas y crear una nueva teoría microeconómica: “profecías autocumplidas” (Merton, 1997), *boothstrap*, espíritu animal, mancha solar y creencias. La mayoría de estos conceptos se originan en la teoría general de Keynes, aunque sólo los poskeynesianos las desarrollaron en un contexto macroeconómico. Aún más, hay una fuerte relación entre incertidumbre, indeterminación de un equilibrio único y heterodoxia. En esta literatura económica la coordinación no es natural. Por consiguiente, suponen que las autoridades monetarias regulan la economía, *i.e.* intentan coordinar a los agentes y anclan las expectativas. Los fracasos de la coordinación requieren de un nuevo modelo económico que está cercano a un equilibrio múltiple, en vez de un equilibrio natural de largo plazo. Según Keynes, la existencia de un solo equilibrio “natural” de largo plazo tiene muchas implicaciones: desaparece y las expectativas no tienen un anclaje sustancial o natural.

En la nueva economía keynesiana el modelo es indeterminado¹¹ y para evitar fracasos de coordinación, la institución monetaria tiene que proporcionar un *punto focal*, lo cual fue señalado por Schelling. Un principio focal es un principio seguido por todos e involucra la determinación de una estrategia única. Pero, debido a que existe un modelo verdadero, sólo puede realizarse un anclaje de procedimiento, en lugar de un anclaje sustancial para las expectativas. Si existe la regla, ésta descansa sobre un proceso social y no es resultado de una deducción natural. Para ser aceptado este punto focal debe sufrir un proceso social de legitimidad¹² que, Schelling denomina *saliency*.¹³ Durkheim (1978: v) señala, “La regla... es ante todo una forma obligatoria de actuar, que está sustraída en cierto grado, de la arbitrariedad individual”. La fun-

¹¹De acuerdo con Bernanke (2003: 2) hay una confrontación con “conocimiento imperfecto de la economía lo cual afectó a la política”.

¹²De acuerdo con Orlean (1996: 25) “Una institución social es legitimada cuando los principios normativos que aparecen en la construcción de la comunidad se benefician de un consenso unánime”.

¹³Schelling (1960) refiriéndose los trabajos de Mehta *et al.* (1994); Orlean (2002: 729) define la *saliency* como la “habilidad de determinar un equilibrio particular, prominente, capaz de lograr a vasta mayoría”.

dación de la regla es colectiva y no natural. Este autor señala que se mantiene la tríada, a través del banco central, las autoridades democráticas y los agentes económicos. El banco central y los agentes actúan y forman una dinámica intersubjetiva en una relación directa. Empero, el banco central como una institución que otorga una convención común, se beneficia de una posición vertical en relación con los agentes. Esa es la consecuencia de la legitimidad y podría denominarse una posición soberana.¹⁴ Así, el banco central tiene que someterse a una autoridad democrática. Esa es la responsabilidad imperativa.

En este modelo, debido a la incertidumbre y la indeterminación, las expectativas perfectas son imposibles de calcular. Por “incertidumbre” se entiende una incertidumbre no probabilística o radical, notablemente, porque incluye las expectativas de agentes privados que basan su decisión en convenciones inestables. Con incertidumbre radical no puede llevarse a cabo la regla óptima o los contratos. La credibilidad es menos una cuestión de predicción que un problema de percepción heurística.

La literatura de los nuevos keynesianos involucra un nuevo planteamiento de política monetaria. El banco central y los agentes están en interacción constante debido a las imperfecciones y la incertidumbre. Las expectativas racionales se relegan a la teoría de juegos. La política monetaria es concebida como un juego de coordinación y no como un juego engañoso. En este marco teórico, la coordinación parece ser un aspecto de aprendizaje entre el banco central y los agentes.

Para concluir, podemos señalar que en los fundamentos de los nuevos keynesianos la inflación es resultado de un comportamiento y no es natural. La explicación de inflación cruza el dinero y las anticipaciones. El dinero no es neutral, o sea, no existe una tasa natural de inflación. La estabilidad de precios necesita ser definida por el marco institucional de la política monetaria y está basada en una teoría monetaria. La política monetaria aún es activa porque debe proponer un orden para fijar las expectativas.

¹⁴ Ésta podría quebrarse bajo condiciones especiales como la hiperinflación.

En otras palabras, el banco central es la institución encargada de proponer un bien común que remueva la indeterminación económica y las expectativas heterogéneas de agentes económicos. El banco central apunta hacia una *estrategia de confianza* en lugar de una estrategia de credibilidad.

Objetivos de inflación y estrategia de confianza

A principios de los años noventa, la política monetaria se trasladó de objetivos monetarios a objetivos de inflación. Este cambio de régimen monetario significó un giro radical en la teoría monetaria. El problema principal es que la *inflación-objetivo* tiene mayor compatibilidad con el dinero endógeno,¹⁵ en comparación al dinero exógeno. Considerando la nueva literatura se podría denominarlo como el nuevo consenso (véase Le Heron, 2003). Este planteamiento no asume la dicotomía entre los hechos reales y monetarios. En una palabra “la inflación importa”. La creación de dinero depende de los agentes privados aunque el dinero es un bien común. Los agentes son más jerárquicos y heterogéneos que representativos. Ello implica que las expectativas heterogéneas no son naturalmente consistentes con un equilibrio único y, como se discutió anteriormente, el problema principal tiende a ser el anclaje nominal. La ambivalencia del dinero, la indeterminación de las expectativas y la incertidumbre en la economía resaltan la obligación del banco central de regular la economía, *i.e.* fijar expectativas y trabajar en términos de empleo. Estos son los objetivos de una estrategia de confianza.

La estabilidad del precio es de procedimiento. El banco central, en el juego de la coordinación, tiene que volver costumbre esa abstracción. Ello implica que las decisiones de la política monetaria no deben aparecer como arbitrarias, sino que deben verse como un arbitraje imparcial entre los agentes heterogéneos. En otras palabras, la inflación es más endógena que exógena (natural) (Bernanke y Mishkin, 1997: 109). La inflación-objetivo determina

¹⁵ Este punto es defendido por Taylor (1999: 661); Svensson (1999: 611); Fontana y Palacio-Vera (2002: 548, 557 y 564), Dalziel (2002: 522) y Aglietta (2003: 7).

la estabilidad de precios, “provee un anclaje nominal para la política y la economía” (Bernanke y Mishkin, 1997: 108)). Debe recordarse que la inflación-objetivo es un “marco de la política y no una regla” (Bernanke y Mishkin, 1997: 103). La inflación-objetivo, difiere de la regla, no es verificable en el corto plazo. A fin de evitar los prejuicios de estabilización, se permite a la política monetaria practicar la flexibilidad para responder a los choques no pronosticados. La inflación objetivo debe ser un propósito de mediano plazo. Así, en términos de necesidades de regulación, la inflación-objetivo debería estar por encima del 0 por ciento,¹⁶ lo cual, puede ser explicado con base en numerosos argumentos: la posible existencia de una curva de Phillips de largo plazo, rigideces nominales, efecto Boskin, el riesgo de la trampa de liquidez y el peligro de ajustes deflacionarios... La flexibilidad de corto plazo y la disciplina de mediano plazo (necesaria para enfrentar los estados económicos no pronosticados) son capturados en la expresión de discreción restringida planteada por Bernanke¹⁷ que demuestra que las reglas y la discreción son más complementarias que antagonicas.

*La inflación objetivo, marco institucional,
orden monetario y estrategia de confianza*

Es preferible considerar un marco institucional en lugar del marco de política para proseguir con la discusión de la soberanía. Las instituciones monetarias son sociales, representan una mezcla de verticalidad y horizontalidad. El concepto de *punto focal* capta tales configuraciones.

“Confianza vertical” genera la pregunta acerca de la soberanía monetaria y la legitimidad del banco central que conduce a la discusión de orden monetario. Tal como lo ilustra el Bundesbank, el orden monetario descansa en fundamentos que pueden ser cívi-

¹⁶El desarrollo de esta hipótesis es realizado por un sinnúmero de autores. En orden alfabético Aglietta y Orlean (2002: 234), Akerlof, Dickens y Perry (1996); Benassy y Coere (2002: 37-38); Bernanke y Mishkin (1997: 110); Galli (2002: 5); y Mishkin (1999: 592).

¹⁷Bernanke 2003: 2: “La discreción constreñida intenta descubrir un balance entre la inflexibilidad de estrictas reglas de política con la potencial ausencia de disciplina y estructuras inherentes y decisiones insensibles de hacedores de política.”

cos, democráticos o éticos. El punto central es que el banco central requiere de legitimidad para proponer un punto focal. Esta institución produce una norma común para la coordinación. A partir de lo anterior es posible concluir que el concepto de orden monetario es más completo que la independencia en la interpretación de la estrategia de confianza. La responsabilidad también está dirigida a respetar los principios de los fundamentos.

Eijffinger y De Haan (2000: 46) plantean a la responsabilidad democrática “como una interpretación que los hacedores de política son y serán sujetos de dar cuenta sobre el comportamiento económico de los objetivos bajo su cuidado”. La determinación de los objetivos fundamentales de la política monetaria deberían mantenerse bajo la responsabilidad de la autoridad democrática.

El problema central, en un ambiente económico con información incompleta, se encuentra en la heterogeneidad de las expectativas de los agentes. Específicamente, conlleva un énfasis especial en el proceso de la formación de la creencia que va más allá de un proceso de formación de coordinación. La lógica institucional parece insuficiente para entender el fenómeno social de la *salience* de Schelling.

La coordinación también puede ser producida por la focalización, generando una creencia colectiva autónoma (profecías autocumplidas). En dicho caso, *la estrategia de confianza es horizontal*. Por ejemplo, algunas veces el banco central puede seguir las convenciones del mercado, aunque en las crisis, pueden imponerse nuevas convenciones al banco central.

De acuerdo con Thiessen, gobernador del Banco de Canadá (1995: 9)

También existen ocasiones donde los mercados se vuelven particularmente nerviosos y volátiles debido a choques económicos o preocupaciones políticas. Las acciones del banco central deben estar dirigidas a enfrentar mercados desordenados... Bajo tales circunstancias la tarea inmediata del banco central es calmar a los mercados, apoyándolos a encontrar entre ellos nuevos rangos comerciales que les permitan cierta comodidad.

La opinión del mercado financiero es un elemento más de costumbre que de legitimidad y, a veces, en la interacción compleja entre el banco central y los mercados, resulta difícil conocer quién toma la decisión. Al respecto Blinder (1997: 15) señala:

Junto a estos dos tipos de señales crean una especie autorre-
troalimentación o un sistema de clasificación donde inicial-
mente los mercados recomiendan o predicen lo que hace o
hará el banco central y, después, son premiados por hacerlo.
Aunque nunca se ha mostrado un solo caso donde el banco
central sucumbe a la tentación del mercado, situación que
tanto preocupó a Kydland y Prescott, he presenciado, a me-
nudo, cómo el banquero central lastimosamente intenta
proveer una política que el mercado espera o exige.

Algunos autores (Andolfatto y Gomme, 2003: 4) al analizar este campo teórico señalan que la coordinación de creencias es “un problema de extracción de señales”. Un buen ejemplo de lo anterior es la famosa señal¹⁸ de Greenspan hacia los mercados. Debido a que el modelo económico está rodeado de incertidumbre se puede representar la formación de expectativa como “inferencia de creencias”, en lugar de las expectativas racionales. Debe señalarse que los mecanismos de transmisión de la política monetaria son duales porque generan exterioridad y objetividad y, en dicho proceso, la comunicación se vuelve relevante. Las operaciones de “boca abierta” son tan importantes como las operaciones de mercado abierto. En parte, la estrategia de confianza es una estrategia de comunicación, por tanto, no es sorprendente que Bernanke (2003: 2) describa la “inflación-objetivo” como constreñida por la discrecionalidad y señala que es “una estrategia para comunicar al conjunto de los agentes el contexto y la racionalidad de las políticas elegidas”.

La estrategia de confianza se hace en un marco institucional que intenta abarcar los procesos de producción de un *punto focal*. Un orden monetario está compuesto de responsabilidad y proce-

¹⁸ También puede relacionarse con Spence (1973).

dimientos de comunicación. Resumiendo, la estrategia de confianza es una mezcla de principios, procedimientos y resultados macroeconómicos.

La estrategia de confianza

De acuerdo con Le-Heron (1991, p.14) nos referimos a la “confianza” cuando:

hay una comprensión mutua entre el banco central y los agentes económicos, *i.e.*, cuando la convención y la estrategia del banco central están de acuerdo con el resto de los participantes (actores del mercado financiero, del poder político, de las empresas...). Por consiguiente, es posible tener credibilidad sin confianza y la confianza puede ser limitada.

La estrategia de confianza tiene como objetivo anclar las expectativas, por tanto, de acuerdo con Aglietta (2001: 109) “la confianza sólo es la coordinación de los actores del mercado con la representación del futuro propuesto por el banco central”. La confianza emerge de la incertidumbre y la indeterminación del modelo económico y de los mecanismos de transmisión. Debido a que los agentes no pueden observar los engaños del banco central son orillados a tener confianza. Sin embargo, las actuaciones del banco central en el mediano plazo son necesarias y, después de una reacción con rezagos (calculada en 18 meses) es posible verificar la política monetaria.

Empero, en general, la política monetaria no puede ni debe ser totalmente transparente. Al respecto, Faust y Svensson (2000: 5) reportan que “la transparencia está conectada a la facilidad con que el público, desde la observación, puede deducir las metas y las intenciones del banco central desde la observación”. Thiessen (2000: 79), gobernador del Banco de Canadá, añadió: “Nosotros dejamos de considerar la sorpresa como un elemento importante en las acciones de la política monetaria. Preferimos que los agentes económicos se anticipen, en lugar que respondan, a las acciones de la política monetarias.”

Geraats (2001: 5) señala que la idea de transparencia, contrariamente al planteamiento de algunos autores, no debe ser entendida en términos de la disminución del prejuicio hacia la inflación o facilitar la construcción de la reputación". Winkler (2000: 5) añade que esta noción puede ser interpretada en términos de *común entendimiento* entre el banco central y los agentes económicos, lo cual según Eijffinger y Geraats (2002: 1) refuerza la *responsabilidad democrática*. Se reitera que es un fenómeno social y no un tema sustancial o contractual. De acuerdo con Dalpont *et al.* (2002: 238) un grado óptimo de ambigüedad es necesario para la estrategia de confianza. La transparencia total puede conducir a una flexibilidad contraproducente entre el banco central y el mercado financiero (Blinder, 1997: 15). La exterioridad resalta la importancia de la independencia hacia los mercados financieros (y, no sólo a la autoridad política, como es propuesto por el marco de la credibilidad).

Contrariamente, a la estrategia de credibilidad, esta vaguedad es permitida por el monitoreo de la confianza, y no implica intentos de engaño u oportunismos. Dicha estrategia sobrepasa la inconsistencia de corto plazo. En relación con el debate de las reglas *versus* la discreción, éste parece un debate pasado de moda. Se requiere la presencia de transparencia y vaguedad para generar confianza en torno al banco central. La política monetaria puede beneficiarse de la ambigüedad, y la respuesta de los hacedores de política monetaria a choques económicos, puede explicar desviaciones de corto plazo de la *inflación-objetivo*, denominado por nosotros *dissonance*.¹⁹

En esta estrategia los agentes esperan enfrentarse con un futuro mejor; y, a pesar de la flexibilidad de corto plazo, dado que sus expectativas están ancladas en el banco central, confían en su disciplina y habilidad (Bernanke y Gertler, 2001: 253). A medida que baja la inflación, también baja la incertidumbre de los agentes económicos y se predicen menos variables; y, cuando los agentes incluyen en sus precios o salarios la inflación-objetivo del banco central, es más fácil alcanzar dicho objetivo. El juego de confianza

¹⁹ Por *dissonance* se entiende la dualidad temporal de la política monetaria entre la estrategia (mediano y largo plazo) y la táctica (corto plazo).

puede ser tautológico aunque se acerca más a una autoprofecía cumplida.

Una discreción constreñida puede ser asimilada a una estrategia/táctica. Una táctica *dissonance* permite estrategias de largo plazo.²⁰ Empero el desempeño de largo plazo es sólo posible por la táctica *dissonance i.e.*, por la confiabilidad. La estrategia de confiabilidad se mueve de la inconsistencia “temporal” hacia la inconsistencia táctica. El anclaje de las expectativas no es la aplicación de una regla o de un modelo, sin una estrategia basada en una constante interacción y coordinación. Es más, la confianza no descansa “en manos atados” o acuerdos vinculados; la confianza resalta la hechura de políticas monetarias como un vínculo social entre el banco central y los agentes, *i.e.*, actúa como una referencia y revela convenciones monetarias.

INFLACIÓN, CONFIANZA DESDE LA PERSPECTIVA KEYNESIANA

HASTA AHORA hemos desarrollado las estrategias de credibilidad y confianza en la corriente dominante y en la nueva economía keynesiana. En lo que resta del trabajo se examinarán los puntos de contacto de la estrategia de confianza con el pensamiento poskeynesiano. Podemos mostrar qué puntos de arranque totalmente diferentes, con hipótesis y conceptos que provienen de la teoría general, pueden generar puntos de encuentro entre los nuevos keynesianos y poskeynesianos alrededor de la estrategia de confianza.

Para ese propósito, se mostrará que el lugar central confiado a las anticipaciones y las convenciones corresponde al pensamiento poskeynesiano. Más aún, este último se basa su teoría en las convenciones. Finalmente el planteamiento poskeynesiano del dinero endógeno está basado en la estrategia de confianza.

Más allá de la herencia común de ambas corrientes teóricas con el pensamiento Keynes (profecías autocumplidas, espíritu animal,

²⁰ Algunos autores sugieren que la *inflación-objetivo* está relacionada con un objetivo puntual y no un objetivo intervalo, aunque su cumplimiento puede tener lugar en dos o tres años. Véase Aglietta (2003: 16) o Svensson (2001: 2).

el dinero endógeno, importancia de anticipaciones, convenciones) la teoría poskeynesiana proporciona a la estrategia de confianza un marco macroeconómico.

Inflación, anticipaciones y distribución de riqueza

La economía keynesiana explica a la inflación desde la perspectiva de la *demand-pull* mientras los poskeynesianos²¹ la explican con base en el *cost-push*. Una tercera visión considera al marco institucional que Keynes tenía en mente al escribir la teoría general, donde destaca que la fuente de la inflación es el marco institucional de la economía capitalista.²² En este contexto, el elemento central que explica el proceso de inflación es el manejo de los conflictos en torno a la distribución del ingreso, mientras se ajusta la distribución de la estructura financiera de las firmas.

Los poskeynesianos rechazan la explicación de que sólo el dinero y la insuficiencia del suministro (necesidades de explicar un exceso de demanda) determinan a la inflación y, por consiguiente, que sea resultado de la escasez. Desde esta perspectiva, la inflación es el resultado de conflictos en torno a la distribución del ingreso y la riqueza, y consecuencia de las anticipaciones de los agentes económicos, particularmente de las empresas.

La inflación se asocia directamente a la dinámica de las fuerzas sociales y, a menudo, es un instrumento de dirección de los conflictos sociales y, de manera más general, de la distribución de riqueza. Particularmente, Bernanke y F. Mishkin (1997: 109) señalan que “los economistas a menudo sospechan que el público conozca la definición de la inflación” y que “los agentes perciben a la inflación como un fenómeno altamente desigual en sus impactos distributivos y, consecuentemente, corrosivo para el compacto social”.

La diversidad de agentes económicos, representa intereses divergentes y, cada grupo (o agente) busca mejorar su situación

²¹ En los poskeynesianos se incluye a los economistas de GB-Cambridge (N. Kaldor, M. Kalecki, R. Harrod, J. Robinson).

²² Para un estudio de las diferentes explicaciones keynesianas sobre la inflación, véase Le Heron (1991: 11-31).

social y la inflación representa esta lucha de intereses. El centro del poder económico se encuentra en los cálculos presentes en los contratos dinerarios, en el poder de compra y, por consiguiente, la inflación se sitúa en el centro del poder económico. En contexto, la lucha antiinflacionaria se vuelve más complicada si dominan los agentes con medios privados (“rentistas”), así como su ideología en los ochenta; en comparación a los setenta, donde dominaron los intereses de los deudores (empresarios, Estado) y, a medida que se reducen las tensiones por compartir el valor agregado (años noventa), también declinan las presiones inflacionarias. El acuerdo en torno al “mejor” nivel de inflación refleja el pensamiento económico dominante y el estado de las fuerzas sociales.

Para los poskeynesianos, el problema de inflación existe sólo en la mente de las personas y, naturalmente, siguiendo a Keynes, ellos se refieren a la estabilidad del precio como un anclaje nominal para los contratos monetarios: deudas, sueldos y medidas de la riqueza. El anclaje nominal reduce la incertidumbre de las anticipaciones de los agentes económicos, particularmente de los empresarios. Empero, en un mundo dinámico (como el actual) en donde existe progreso técnico, la estabilidad del precio no significa precios fijos. De acuerdo con la definición de Greenspan, aparece un problema inflacionario cuando los agentes modifican su comportamiento y, por tanto, la inflación cambia sus anticipaciones. El problema de inflación existe sólo en la mente de los agentes económicos y no es un problema en sí misma.²³

La posibilidad de que la inflación modifique los ingresos de los agentes provoca cambios en sus anticipaciones y, en general, en su comportamiento, aunque, debe resaltarse que no todos los agentes tienen el mismo peso en la determinación de la actividad económica. En primer lugar se encuentran los empresarios, le sigue el Estado y, finalmente, se encuentran los bancos. De hecho, las anticipaciones de los empresarios determinan la demanda efectiva; *i.e.*, las ganancias esperadas, el empleo, la producción y los

²³ Es más, Brasil fue capaz de tener un adecuado crecimiento económico durante varios años con una tasa de inflación de tres dígitos. Mientras que países sin inflación están en recesión.

precios. La inflación puede modificar la demanda efectiva, aunque, también se alteran sus estructuras financieras, y el valor de sus activos.

El efecto de la inflación sobre las familias tiene lugar a través del consumo, la demanda salarial, las deudas y la distribución de sus ahorros. Finalmente, la inflación afecta a los bancos a través de la tasa de interés de largo plazo, así como, la evaluación (o evolución) del mercado financiero. Más aún, a mayor importancia de las variables financieras en las hojas de los agentes, mayor será la sensibilidad de los agentes a las variaciones de las anticipaciones de la inflación. Debe resaltarse que los eslabones entre la inflación y la distribución del ingreso (ganancia, salario, interés) y la distribución patrimonial (mercados financieros y recursos reales) son muy fuertes.

En este ámbito, el banco central ocupa un papel importante en la distribución de ingresos, específicamente vía un nivel de inflación considerado admisible y, una tasa de interés real calificada como aceptable, por los intereses de los agentes económicos dominantes. Esta función normativa a menudo puede ser implícita, aunque, a veces, es explícita (Bundesbanks).²⁴ Las estrategias de los empresarios son fundamentales porque las anticipaciones de éstos son el centro de la economía monetaria de la producción; y, la inflación aparecerá como una solución a medida que menos empresarios quieran imponer sus estrategias. En el corto plazo, la inflación es una solución fácil a los conflictos de distribución; por consiguiente, la estrategia de confianza realizada por el banco central debe parcialmente expresar las expectativas de los empresarios.

Empero, debe resaltarse que la confianza no implica que los agentes delegan al banco central sus preferencias de política monetaria y, mucho menos, que acepten la convención escogida. Aunque de manera individual todos los agentes estén en desacuerdo con las opciones del banco central, a nivel agregado deben aceptarla. La convención monetaria es completamente macroeconó-

²⁴ Véase Von Hagen (1999: 694-699).

mica, o sea, se considera una *creencia colectiva*²⁵ y se rechaza la noción que es la conjunción de puntos de vista individuales. Sintetiza diferentes planteamientos, tanto en la evaluación de la situación, como en el poder de grupo frente al resto de los agentes. Los agentes económicos que consideran al periodo desfavorable a sus intereses pueden aceptar un compromiso desventajoso para ellos. Exactamente como durante las burbujas especulativa, lo especuladores, a manera individual, consideran que el mercado financiero está sobrevaluado y, pese a ello, continúan comprando. Los especuladores se basan en el concurso de belleza de Keynes (1936, capítulo XII), donde deben considerar la psicología del mercado y de los otros especuladores, no la suya, lo cual, se resume de la siguiente manera: es preferible equivocarse en las previsiones de mercado que estar en lo correcto y nadar contracorriente. Ello se aplica a la inflación y la convención monetaria dado que son creencias comunes.

Empero, la estrategia de confianza no implica que el banco central siga de manera sistemática las anticipaciones de los agentes económicos, porque el riesgo moral arruinará rápidamente la confianza.

Estrategia de confianza y política monetaria poskeynesiana

Con base en nuestra definición de inflación no hay lugar para imponer reglas ni para que el banco central imponga sus políticas a los agentes económicos. Por consiguiente, los poskeynesianos rechazan totalmente la estrategia de credibilidad: RCC (Regla-Compromiso-Credibilidad). Empero, la estrategia de credibilidad puede convertirse en un marco para la política monetaria poskeynesiana. Empero, al interior de la estrategia de confiabilidad no puede aceptarse un sistema de inflación-objetivo.

Svensson (1999: 624) resume este planteamiento de la siguiente manera: la política inflación-objetivo requiere un objetivo

²⁵Una amplia discusión sobre este tema se encuentra en Orlean (2002: 717-738).

explícito de inflación, un proceso de pronóstico sobre la inflación y un alto nivel de responsabilidad (dar cuentas). Por Svensson, un objetivo preciso (no una regla) permite anclar las expectativas inflacionarias. Este punto focal es el argumento central de la estrategia de comunicación (Bernanke, 2003). Se requiere una comunicación completa y de largo plazo para que el banco central dé cuentas sobre sus actos (Kohn y Sack, 2003) y una definición de *entendimiento común*.

Sin embargo, primero, es altamente peligroso anunciar una inflación-objetivo demasiado preciso y bajo. Dado un objetivo de inflación, los agentes económicos se enfocan sobre él. Un objetivo preciso no se adapta a una estrategia de comunicación buena (Castelnuovo *et al.*, 2003). Las dificultades de la *inflación-objetivo* explican por qué la FED enfoca su política monetaria en objetivos implícitos más que explícitos. Desde la perspectiva de la FED, la adopción de una inflación-objetivo explícita causa más daño que beneficio y la inflación puede convertirse en un problema. A partir de lo anterior se sugiere que la inflación-objetivo no sea considerada un mecanismo de obligación a la estabilidad de precios *per se*.

Segundo, con la estrategia inflación-objetivo la prioridad se centra en el compromiso de mantener la inflación baja y estable. En esta política hay una jerarquía de objetivos: el ingreso (producción) es posterior a la inflación, lo cual no es aceptado por los poskeynesianos. Tercero, esta política no es una solución a las crisis financieras (burbujas financieras). Cuarto, Ball y Sheridan (2003) y Von Hagen y Neumann (2002) muestran que no hay evidencia para mejores resultados macroeconómicos con una política de inflación-objetivo.

Para una política monetaria poskeynesiana, la estrategia de confiabilidad debe estar compuesta por tres C: comunicación, común entendimiento y confianza. El marco de política se resume en tres ideas básicas:

1. La política monetaria debe incorporar objetivos múltiples: inflación, producción, ingreso, distribución y desempleo; y, la política monetaria no debe ser separada de políticas de ingre-

tos y fiscales.²⁶ Con una perspectiva económica, la política monetaria puede manejar estos objetivos, acompañada de un análisis de balance de riesgo y costos-beneficios (Greenspan, 2003).

2. Anclar las anticipaciones no implica fijarlas sino administrarlas. Con una fuerte estrategia de *comunicación* los agentes económicos entenderán la estrategia (largo plazo) del banco central, así como su táctica (cambios de corto plazo en la estrategia). Esta política envuelve un *entendimiento común* que construye el eslabón de la *confiabilidad* entre el banco central y los agentes.

3. En el marco de la estrategia de confianza, un nivel “adecuado” de inflación es aquel que no modifica la conducta de los agentes; y mientras estos últimos confíen que las autoridades monetarias puedan controlar inflación, los agentes incluirán el objetivo inflacionario del banco central en sus anticipaciones; lo cual, es fundamental en la determinación de la demanda efectiva de los empresarios. La inflación-objetivo del banco central serán autocumplidas y, al mismo tiempo, se reducirá la incertidumbre de los agentes económicos e, incluso esta variable, dejará de ser calculada, lo cual, reducirá la incertidumbre en torno a la política monetaria.

Bajo este contexto, mientras la inflación no sea considerada un problema, no hay razones para desplegar políticas monetarias restrictivas. La política monetaria seguida por Greenspan refleja este planteamiento: primero, la FED no propuso una inflación-objetivo explícita; segundo, la FED insiste en dos objetivos: inflación y producción; y logra dichos objetivos con un balance de riesgo; y tercero, no cedió ante las presiones de los partidarios de la NAIUR. Por consiguiente, la NAIUR se acomodó a la política de Greenspan y no al revés: inaturaliza graciosa!

²⁶ Está claro que los poskeynesianos no están de acuerdo con un banco central autónomo. La independencia no es fundamental para la estrategia de confiabilidad. Empero, en este trabajo no se discute el arreglo institucional de este nuevo enfoque. Esa es otra historia.

El centro de la teoría poskeynesiana de inflación

Los nexos entre la teoría poskeynesiana de inflación con sus respectivos eslabones con la estrategia de confianza puede resumirse de manera siguiente:

1. El dinero es endógeno. El sistema se distingue por ser un “divisor” de crédito.

El dinero es conducido por el crédito y determinado por la demanda. [...] Los bancos comerciales difícilmente están limitados por sus reservas. [...] El carácter endógeno de la oferta monetaria implica que no puede haber exceso de oferta monetaria. [...] Mientras la oferta monetaria se encuentra bajo el control de las autoridades monetarias las tasas de interés son controladas por el banco central (Arestis, 1992: 201-203).

El dinero es la primera institución del capitalismo.²⁷ Es el medio a través del cual se realizan los contratos (sueldos, deudas) y que se expresan las anticipaciones productivas y especulativas. Por consiguiente el anclaje nominal es fundamental.

2. La escasez del ahorro no es un problema y, tampoco constituye un límite al financiamiento. Empero, la inflación puede interrumpir el financiamiento de la economía.

3. La competencia entre los grupos sociales y los agentes económicos por la distribución del patrimonio se encuentra en el centro del proceso inflacionario y, por tanto, la curva de Phillips no existe. La voluntad de resolver conflictos sociales puede desencadenar inflación, tal como ocurrió en los sesenta, desempleo (años ochenta), o los dos fenómenos como en los setenta. La norma de inflación razonable siempre castiga políticamente a los agentes disponibles: en los años setenta se afectaron a los rentistas y en la actualidad se afecta a los desempleados; ocupando un papel central de las empresas en la búsqueda del nivel deseado de las ganancias. La búsqueda sistemática de ventajas particulares

²⁷ Esta visión es compartida con Aglietta y Orlean (2002).

<i>Estrategia de credibilidad</i>	<i>Estrategia de confianza</i>
Problemática	Problemática
Modelo económico con equilibrio largo plazo Incertidumbre probabilística Información asimétrica y privada	Modelo económico con indeterminación, de conocimiento imperfecto Incertidumbre no probabilística sino radical Información imperfecta e incompleta
Análisis	Análisis
Exogeneidad del dinero Neutralidad del dinero Expectativas racionales Juego de engaño Equilibrio único Naturalidad y estabilidad natural de precios Incoherencia temporal	Endogeneidad del dinero No neutralidad del dinero y profecías autocumplidas, creencias, convenciones e interacción dinámica Juegos de coordinación y confianza Equilibrio múltiple Estabilidad de precios de procedimiento Disonancia táctica, dinámica (estrategia/tácticas)
Políticas	Políticas
Inflación como objetivo único Objetivos monetarios Regla-obligación-credibilidad Transparencia Contrato, regla Reputación Anclaje formal Mecanismos de transmisión Independencia	Objetivos múltiples (inflación, brecha del producto, empleo, distribución de riqueza) Inflación-objetivo o balance riesgo Comunicación-entendimiento común-confianza Ambigüedad Discreción restringida, marco institucional Convención, entendimiento común Anclaje institucional Conocimiento imperfecto de los efectos de la política Orden monetario
Teorías	Teorías
Monetarismo Expectativas racionales Nueva economía clásica	Nueva economía keynesiana Poskeynesianismo para la estrategia de confiabilidad, no para la inflación-objetivo

(individuales y especialmente de grupo) difícilmente mejora situaciones a nivel global.

4. La inflación presión-costo otorga otra visión a los problemas de ingreso y la distribución patrimonial. Kalecki (1938) señala que debe incluirse el grado de monopolio no sólo para distinguir los sectores productivos sujetos a la competencia de sectores oligopólicos u otros sectores protegidos, sino también, para considerar la distribución del ingreso, dado que algunos grupos sociales pueden influir más que otros en la decisión de los hacedores de la política económica. La interpretación del consenso de política monetaria implica incluir aspectos políticos y sociológicos de los bancos centrales autónomos.

5. El problema no es la inflación en sí misma, sino la anticipación de inflación. Es necesario luchar contra la inflación cuando la anticipación de la inflación modifica el comportamiento de los agentes económicos, especialmente de los empresarios. En dicho caso la inflación aumenta la incertidumbre, *i.e.* una “noticia mala” en la economía monetaria de producción. Las anticipaciones autocumplidas en la política monetaria son importantes, especialmente, para establecer una estrategia de confianza. La convención monetaria y una “buena” tasa de inflación son creencias colectivas que expresan el pensamiento económico dominante y el estado de las fuerzas sociales.

Pese a que la estrategia de confianza se desarrolla fundamentalmente por la nueva economía keynesiana puede ajustarse en el planteamiento poskeynesiano. Es más, el pensamiento poskeynesiano proporciona un marco agregado –macroeconómico– para entender el comportamiento microeconómico; el cual, presenta un fuerte contraste con la visión ortodoxa y la credibilidad del banco central.

BIBLIOGRAFÍA

- AGLIETTA, M. (1994), “Ordre monétaire et banques centrales”, en A. Orlean (dir.), *Analyse économique des conventions*, capítulo 8, pp. 189-218.
- _____ y J. Cartelier (1998), “Ordre monétaire des économies de marche”, en M. Aglietta y A. Orlean (dirs.), *La monnaie souveraine*, Odile Jacob, pp. 129-157.

- _____ (2001), *Macroéconomie financière*, t. 2, Collection Repères, La Découverte.
- AGLIETTA y A. Orlean (2002), *La monnaie entre violence et confiance*, Odile Jacob.
- AGLIETTA, M. (2003), "Inflation targeting and financial stability", intervención en el coloquio *Globalisation et diversité du capitalisme: nouveaux concepts pour une ère post-libérale*, Londres, LSE, junio.
- AKERLOF, G., W. Dickens y G. Perry (1996), "The macroeconomics of low inflation", *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 1, pp. 1-59.
- ANDOLFATTO, D. y P. Gomme (2003), "Monetary policy regime and beliefs", *International Economic Review*, 44(1), pp. 1-30.
- ARESTIS, P. (1992), *The post-Keynesian approach to economics*, Edward Elgar.
- _____ y M. Sawyer (2002), "The bank of England Macroeconomic Model: its nature and implications", *Journal of Post Keynesian Economics*, 24(4), verano, pp. 529-545.
- BALL, L. y N. Sheridan (2003), "Does Inflation Targeting Matter?", NBER, Working Papers Series, núm. 9577, marzo.
- BARRO, R. y D. Gordon (1983a), "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, julio, pp. 101-121.
- _____ (1983b), "A positive theory of monetary policy in a natural rate model", *Journal of Political Economy*, 91 (4), agosto, pp. 589-610.
- BERNANKE, B. y F. Mishkin (1997), "Inflation targeting: a new framework for monetary policy", *Journal of Economic Perspectives*, 11(2), pp. 97-116.
- BERNANKE y M. Gertler (2001), "Should central bank respond to movements in assets prices?", *American Economic Review*, 91 (2), pp. 253-257.
- _____ (2003), "A perspective on inflation targeting", comentarios de la Annual Washington Policy Conference of the National Association of Business Economists, marzo 25.
- BIEFANG-FRISANCHO MARISCAL, I. y P. Howells (2002), "Central banks and market interest rates", *Journal of Post Keynesian Economics*, 24 (4), verano, pp. 569-585.
- BLINDER, A. (1997), "What central bankers could learn from academics and vice versa", *Journal of Economic Perspectives*, 11(2), pp. 3-19.
- _____ (2000), "Central bank credibility: why do we care? How do we build it?", *American Economic Review*, 90 (5), pp. 1421-1431.

- BORDO, M. y A. Schwartz (1999), "Monetary policy regimes and economic performance: the historical record", en J. Taylor y M. Woodford, *Handbook of macroeconomics*, capítulo 3, Elsevier, pp. 149-234.
- CASTELNUOVO, E, S. Nicoletti-Altimari y D. Rodríguez-Palenzuala (2003), "Definition of price stability, Range au Point Inflation Targets: the anchoring of long term inflation expectations", ECB, Working paper núm. 273.
- DAL-PONT M., D. Torre y E. Tosi (2000), "Regimes monétaires et coordination: règles du jeu et institutions", en *Monnaie, Croissance et Marchés, Economica*, pp. 235-253.
- (2002), "La banque centrale européenne entre crédibilité et confiance", en *Integration européenne et institutions économiques*, De Boeck, pp. 219-242.
- DALZIEL, P. (2002), "The triumph of Keynes: what now for monetary policy research?", *Journal of Post Keynesian Economics*, 24 (4), verano, pp. 511-527.
- DURKHEIM, E. (1978), *De la division du travail social*, 10a. ed., PUF.
- EIJFFINGER, S. y J. De Haan (2000), *European monetary and fiscal policy*, Oxford University Press.
- EIJFFINGER, S. y P. Geraats (2002), "How transparent are central banks?", mimeo., mayo.
- FAUST, J. y L. E. O. Svensson (2000), "Transparency and credibility: monetary policy with unobservable goals", mimeo., febrero.
- FISCHER, S. (1990), "Rules versus discretion in monetary policy", en B.M. Friedman y F.H. Hahn, *Handbook of Monetary Economics*, Elsevier Science Publisher, pp. 1155-1184.
- FITOUSSI, J.P. (2002), *La règle et le choix. De la souveraineté économique en Europe*, Seuil.
- FONTANA, G. y A. Palacio-Vera (2002), "Monetary policy rules: what are we learning?", *Journal of Post Keynesian Economics*, 24 (4), verano, pp. 547-568.
- GALI, J. (2002), "Monetary policy in the early years of EMU", mimeo., Universitat Pompeu Fabra, marzo.
- GERAATS, P. (2001), "Why adopt transparency? The publication of central bank forecasts", *European Central Bank Paper Series*, núm. 41, enero.
- GOODHART, C. (1991), "The conduct of monetary policy", en C.J. Green y D.T. Llewellyn, *Surveys in monetary economics*, Blackwell, pp. 263-323.
- GREENSPAN, A. (2003), "Monetary policy under uncertainty", symposium sponsored by the FED of Kansas City, agosto.

- KALECKI, M. (1938), "The Distribution of the National Income", en *Essays in the theory of Economic Fluctuations*, Londres, Alien and Unwin.
- KOHN D. y P. Sack (2003), "Central Bank Talk: does it matter and why?", *Board of Governors of the FED*, 23 de mayo.
- KREPS, D. (1990), "Corporate culture and economic theory", en J. Alt, y K. Shepsle, *Perspectives on positive Political Economy*, Cambridge University Press, pp. 90-143.
- KYDLAND, F. y E. Prescott (1977), "Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plan", *Journal of Political Economy*, vol. 85, pp. 473-492, junio.
- LE HERON, E. (1991), "Les approches traditionnelles de l'inflation et leur dépassement par les post-keynesiens", *Economies et Societes, Serie Monnaie et Production*, núm. 8, MP pp. 11-31.
- (2002), "Monetary policy and Banking Behavior: a Post Keynesian Approach", *International meeting of ADEK*, Université de Dijon, Noviembre.
- (2004), "From the Canadian Experiment of the 1990s: a New Consensus on Monetary Policy?", *Investigacion Económica*.
- MEHTA, J., C. Starmer y R. Sugden (1994), "The nature of salience: an experimental investigation of pure coordination games", *American Economic Review*, 84 (2), pp. 658-673.
- MERTON, K. (1997), *Elements de theorie et de methode sociologique*, capítulo IV, pp. 136-157.
- ORLEAN, A. (1996), "Reflexions sur la notion de legitimité monétaire, l'apport de G. Simmel", en J.M. Baldner y L. Gillard, *Simmel et les normes sociales*, Collection Logiques Sociales, L'Harmattan, pp. 19-34.
- (2002), "Le tournant cognitif en économie", *Revue d'Economie Politique*, 112 (5), pp. 717-738.
- PERSSON, T. y G. Tabellini (1999), "Political economics and macroeconomics policy", en J. Taylor y M. Woodford, *Handbook of macroeconomics*, capítulo 22, Elsevier, pp. 1397-1482.
- ROGOFF, K. (1985), "The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target", *The Quarterly Journal of Economics*, noviembre, pp. 1169-1190.
- SCHELLING, T. (1960), *The strategy of conflict*, Oxford University Press.
- SPENCE, M. (1973), "Job market signaling", *Quarterly Journal of Economics*, 87 (3), pp. 355-474.
- SVENSSON, L. (1997), "Optimal inflation targets, conservative central banks and linear inflation contract", *American Economic Review*, vol. 87, marzo, pp. 98-114.

- _____ (1999), "Inflation targeting as a monetary policy rule", *Journal of Monetary Economics*, 43(3), pp. 607-654.
- _____ (2001), "The FED does not provide the solution to the eurosystem's problems", mimeo., mayo.
- THIESSEN, G. (1995), "Uncertainty and the Transmission of Monetary Policy in Canada", The Hermes-Glendon Lecture, entregada en York University, Glendon College, Toronto, marzo.
- _____ (2000), "Can a Bank Change? The Evolution of Monetary Policy at the Bank of Canada 1935-2000", lectura de Gordon Thiesen, para la University of Western Ontario, octubre.
- VON HAGEN, J. (1999), "Money growth targeting by the Bundesbank", *Journal of Monetary Economics*, 43 (3), pp. 681-701.
- _____ y M. Neumann (2002), "Does Inflation Targeting Matter?", ZEI Working paper, B01.
- WALSH, C. (1995), "Optimal contracts for central bankers", *American Economic Review*, vol. 85, marzo, pp. 150-167.
- WELLER, C. (2002), "What drives the Fed to act?", *Journal of Post Keynesian Economics*, 24 (4), verano, pp. 391-416.
- WILLIAMSON, O. (1993), "Calculativeness, trust and economic organization", *The Journal of Law and Economics*, 36 (1), pp. 453-486.
- WINKLER, B. (2000), "Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy making", Documento de travail núm. 26, BCE.

JAN TOPOROWSKI*

*Las limitaciones de los bancos centrales en la estabilidad financiera***

INTRODUCCIÓN

A PARTIR de las recientes crisis financieras en los mercados emergentes, ocurridas en los noventa, se ha resaltado que una de las funciones del movimiento del capital internacional es convertirse en un mecanismo de generación de inflación que, a su vez, debido a sus salidas abruptas, puede desencadenar colapsos financieros en los mercados con mayor vulnerabilidad. El origen de este problema se encuentra en la inadecuada distribución del capital productivo alrededor del mundo que no se empata con la distribución de los gastos.

Por consiguiente, en las unidades *nacionales* o las áreas monetarias, por cuyas fronteras tienen lugar los flujos de capital y gasto, difícilmente se encuentran en una situación de equilibrio. Por el contrario, aparecen déficit o superávit crónicos (Kalecki, 1946).

En el periodo de Bretton Woods, antes de 1971, había una disponibilidad limitada de financiamiento para los déficit nacionales por parte del Fondo Monetario Internacional. En el periodo posterior, una vez rotos dichos acuerdos, la estabilidad del sistema se volvió dependiente de los flujos financieros privados con el objetivo de financiar los déficit de cuenta corriente. A su vez, los flujos de capital privado son necesarios para estabilizar el tipo de cambio de países deficitarios.

El problema es que dichos influjos de capital son insostenibles y, por consiguiente, los países con déficit corrientes periódicos, están

* Profesor de South-Bank University, correo electrónico: toporoj@sbu.ac.uk

** Traducción realizada por Noemí Levy, Facultad de Economía, UNAM.

sujetos a constantes crisis de deuda y de tipos de cambio que, a su vez, desestabilizan a otros países, porque deprecian los activos financieros y de capital de los países afectados por las crisis y reducen su demanda.

Está de moda acusar a los gobiernos de los países afectados por crisis de corrupción y políticas monetarias y fiscales inapropiadas, como la “represión” financiera, tasas de interés reducidas, o tipos de cambio inelásticos o relativamente fijos; y, aunque dichas características puedan ser el antecedente de una crisis en particular, no es posible detectarlos con anterioridad. Uno de los grandes problemas es que el comportamiento de dichas variables se revela *ex post* a la crisis.

Sin embargo, existen otras características estructurales del movimiento de capital privado, las cuales, indiscutiblemente, pueden causar crisis, incluso en presencia de despliegues de políticas gubernamentales apropiadas. Los flujos privados de capital (de portafolio y bancarios de corto plazo) generalmente son insostenibles porque conllevan obligaciones acumuladas en monedas extranjeras cuyos retiros son únicamente pospuestos por la inflación financiera. Otros flujos de capitales privados bajo la forma de inversión extranjera directa a través de compañías transnacionales dependen de la efímera liquidez de los fondos de inversión internacionales y de las empresas multinacionales.

La estabilización de dichos flujos de capital por parte del banco central es altamente problemática debido al tamaño de los flujos y los cambios motivacionales que inducen sus movimientos. El tamaño de los flujos de capitales requiere que el banco central concentre en ellos todos sus instrumentos de política monetaria. Ello deja sin instrumentos disponibles a la entidad central para desplegar otros objetivos de política económica. Por tanto, en años recientes, la tendencia de los bancos centrales de países emergentes es concentrarse en una sola prioridad, que es estabilizar los flujos de capitales. Únicamente los bancos centrales de países con monedas de reserva pueden desplegar una diversidad de objetivos, como baja inflación, crecimiento económico y estabilidad financiera, etcétera.

LIMITACIONES DE LOS INSTRUMENTOS
DE LA BANCA CENTRAL

LA BANCA central dispone de tres instrumentos. Primero, pueden intentar controlar la oferta monetaria vía cambios en los requerimientos de reservas y mediante la variación de sus propias reservas. Recientemente estos instrumentos han perdido popularidad porque existe poca evidencia de que, efectivamente, a través de ellos se controle la oferta crediticia, especialmente cuando la banca comercial accede a reservas a través de su compra en los mercados interbancarios o las obtiene del banco central sin ningún (o muy bajo) costo (Chick, 1986).

El control de la oferta monetaria, cuando tiene lugar un influjo de capitales externos, requiere de operaciones adicionales de esterilización como: la venta de bonos o aumentos de los requerimientos de reservas bancarias. Por consiguiente, el control de la oferta monetaria puede ser utilizado para administrar las *consecuencias* del influjo de capital. Pese a que los defensores de la teoría monetaria del tipo de cambio argumentan que indirectamente puede modificar los flujos de capital mediante el efecto de la oferta monetaria en el tipo de cambio, no se puede ejercer control directo sobre los flujos de capital. De acuerdo con esta teoría, una expansión monetaria excesiva aumenta en mucho la cantidad de dinero en busca de moneda extranjera. Ello provoca una depreciación del tipo de cambio que desalienta los flujos de capital externo, aunque, necesaria para sostener la ganancia del sector exportador.

Un segundo instrumento de política monetaria disponible al banco central es la tasa de interés que puede atraer o ahuyentar flujos de capital externo. Su instrumentación no es fácil porque la habilidad de atraer o desincentivar los flujos externos depende de la tasa de interés *relativa* a la tasa de interés de otras latitudes. Es más, el margen entre la tasa de interés interna y la tasa de interés externa necesario para atraer capital extranjero depende del riesgo percibido por los inversionistas internacionales. Si éste fluctúa, también lo hará el margen. Empero, la liquidez financiera internacional ha fluctuado pese a la tendencia de expansión de los años ochenta.

Cuando aquélla se reduce, como ha sucedido desde 1999, crecientes tasas de interés podrán ser insuficientes para atraer el capital externo, especialmente si las mayores tasas de interés son percibidas como portadoras de mayores riesgos.

Finalmente, no debe ser ignorado el efecto de las crecientes tasas de interés sobre la estabilidad del financiamiento corporativo. Si las transacciones de la cuenta de capital externa han sido liberalizadas y han subido las tasas de interés para atraer influjos de capital externo y estabilizar el tipo de cambio, las grandes empresas pueden reducir el costo del interés mediante el reemplazo de préstamos locales por préstamos en monedas externas. Ello, empero, aumenta la vulnerabilidad de grandes empresas (que emprenden el mayor peso de la inversión de capital fijo) ante una eventual depreciación de ser poco exitosos los intentos de estabilización.

El tercer instrumento con que cuenta el banco central son las operaciones de mercado abierto. Este instrumento tiene fuertes limitaciones por su reducido efecto fuera del mercado financiero. De manera particular, en periodos de inflación e innovación financiera, en otros mercados, pueden aparecer contrapartes de las operaciones de mercado abierto del banco central y neutralizar sus efectos positivos. Por ejemplo, la venta de bonos gubernamentales para reducir la liquidez bancaria puede ser contrarrestada a través de la venta de títulos bancarios cuyo objetivo es restablecer su liquidez. En economías emergentes, la venta de títulos de largo plazo del banco central para esterilizar los influjos de capital internacional pueden volverse inefectivos por ese tipo de operaciones contrarrestadoras. En países con mayor desarrollo financiero, donde la inflación e innovación financiera han limitado la libertad de los bancos centrales de operar vía las tasas de interés, se utiliza de manera creciente las operaciones de mercado abierto, para imponer dichas tasas a través de un número creciente de instrumentos financieros.

Una implicación del efecto reducido de las operaciones de mercado abierto con respecto a la liquidez del sistema bancario es el efecto incrementado de dichas operaciones en la liquidez de los mercados donde estos títulos son comprados y vendidos por el banco central. Si se venden títulos gubernamentales para reducir la liquidez del siste-

ma bancario, y los bancos restauran la liquidez de sus hojas bancarias vendiendo bonos en el mercado de acciones, se reduce la liquidez de este último. De esta manera, mediante las operaciones de mercado abierto, el banco central puede influir en el mercado de capital. Ello es de vital importancia, en periodos donde la inflación del mercado de capitales y, su reciente deflación es una determinante central de la liquidez de las hojas de balance corporativas y, por consiguiente, de su voluntad de invertir en capital fijo o nueva tecnología (Toporowski, 2000). Más aún, ello se vuelve crucial para la convertibilidad de las monedas, punto nodal del sistema monetario internacional.

DOS SISTEMAS DE CONVERTIBILIDAD

LA CONVERTIBILIDAD de las monedas ha estado en el corazón de la economía monetaria desde los orígenes de estas investigaciones intelectuales. En el periodo del sistema oro-estándar, la convertibilidad a ese estándar monetario, se suponía aseguraba el valor del dinero. La utilización del oro en las transacciones internacionales facilitaba el comercio entre países cuyas monedas eran convertibles en oro. Por consiguiente, la pérdida de dicha convertibilidad y la caída del sistema oro-estándar, se asoció con la inflación y el declive del comercio internacional (Hawtrey, 1927, capítulo XIV). Desafortunadamente para los creyentes de la convertibilidad-oro, su resurgimiento en 1925 se asoció con una deflación, que profundizó la caída en el comercio internacional.

Desde 1971, no ha existido ningún sistema de convertibilidad universalmente aceptado. Los tipos de cambio han fluctuado. La inflación que marcó las dos siguientes décadas a la desmonetización del oro confirman las peores suposiciones de los defensores del sistema estándar monetario. Ello implica que sin dicho sistema es inevitable la inflación. Empero, los efectos en el comercio internacional han sido mínimos, debido a que el pujante comercio en el mercado de divisas aseguró la realización de los pagos internacionales, al menos, de los comerciantes de los países más comerciales.

La baja inflación desde los años noventa y el continuo crecimiento del comercio internacional no implica que se haya resuelto el asunto de la convertibilidad. La existencia de diferentes grados de convertibilidad de monedas (independientemente de sus tasas de convertibilidad o los precios de convertibilidad de unas monedas contra otras) desde el dólar norteamericano a las monedas inconvertibles de economías altamente cerradas al comercio internacional, sugiere que el tema, en vez de resolverse, se ha vuelto más complicado. Emerge la pregunta sobre cómo adquirieron las monedas de reserva; dicha condición a partir de la distinción entre las monedas de “reserva” y las otras, teniendo estas últimas diferentes grados de convertibilidad en relación a las primeras.

Para explicar este punto los economistas recurren a la política, la historia y la psicología. La política provee la respuesta que el dólar es universalmente aceptado porque Estados Unidos es un país muy poderoso y tiene la mayor economía mundial. Ello puede ser cierto, pero una moneda no es usualmente demandada por las cualidades políticas del país emisor, a menos que otros países sean obligados a suministrar bienes y servicios en esa moneda. Sin embargo, en un mundo con mercados cambiarios, es la estructura del tipo de cambio, en vez del tributo feudal, lo que privilegia las monedas.

La historia ofrece una respuesta que permite explicar por qué de manera inmediata a la posguerra las monedas locales se intercambiaron por dólares. Sin embargo, después de dos generaciones no es posible explicar la dominación del dólar norteamericano como reserva internacional. En un mundo donde la convertibilidad de una moneda puede ser perdida de la noche a la mañana, la convertibilidad duradera del dólar norteamericano no puede ser explicada por situaciones ocurridas hace 30 años.

La psicología provee una respuesta que al igual que la circulación doméstica del papel moneda, los tenedores de dólares tienen “confianza” en dicha moneda y, por tanto, están dispuestos a continuar con su demanda. Este es un argumento circular y *ex post*: sólo sabemos que los bancos centrales e internacionales tienen “confianza” en el dólar porque lo retienen y lo retienen porque tienen “confianza” en dicha moneda. La naturaleza de dicha “confianza” se mantiene

desconocida. De esta manera lo conocido se reduce a desconocido sin resolverse el problema.

En los hechos, las razones de emergencia del sistema monetario internacional estratificado entre monedas de reserva y monedas que no cumplen esa función se deben a que en el mundo operan dos sistemas de convertibilidad. La mayoría de los bancos centrales emiten moneda cuya convertibilidad depende de que sus tenedores sean capaces de efectuar un intercambio por monedas extranjeras. En este respecto, sus monedas operan como aquéllas provenientes de países no productores de oro del periodo de la economía clásica (incluye a economistas de A. Smith hasta J.S. Mill). El estándar de la convertibilidad es una mercancía que se importa y la oferta monetaria que se convierte en dicha mercancía importada a una tasa fija, está limitada por el volumen de la mercancía que se importa. Con un sistema crediticio internacional, la importación de dicho estándar convertible se vuelve más elástico, en comparación con un sistema puramente mercantil, donde los balances comerciales determinan la importación o exportaciones de monedas externas. Empero, éstas en el mejor de los casos pueden suavizar las fluctuaciones de los déficit y los superávit comerciales: déficit crónicos generan endeudamiento externo y la ruptura de la convertibilidad de las monedas. Debido a lo anterior asegurar influjos de capital para equilibrar déficit comerciales crónicos sólo puede estabilizar temporalmente el tipo de cambio (véase Halevi, 2002; Levy-Orlik, 2003).

Sin embargo, existe otro sistema de convertibilidad en la estructura financiera internacional que opera en los países con monedas de reserva. La efectividad de este mecanismo de convertibilidad depende de la habilidad de sus tenedores en convertirlo en una amplia gama de activos financieros en dicha moneda, a una tasa estable de intercambio para dichos activos, *i.e.*, estabilidad de precios para dichos activos. Este es el caso para el dólar norteamericano. En otras palabras, el estatus de reserva de dicha moneda depende de la habilidad de los tenedores de esa moneda en convertirlos en activos financieros con valor estable en términos del valor del dólar. En lo concerniente al valor interno del dólar, *i.e.*, la

tasa de inflación-precio de los Estados Unidos deja de ser un elemento importante porque los tenedores externos de los títulos en dólares son afectados de manera más directa por la inflación-precio de sus monedas. Con relación al valor externo del dólar, *i.e.*, su tipo de cambio en contra de otras monedas, sólo se convierte en un factor a considerar, si los tenedores de los títulos en dólares requieren ingreso en una moneda diferente.

A nivel agregado, los tenedores de títulos en moneda extranjera son individuos con riqueza conspicua por no requerir disponibilidad en sus ingresos o son instituciones con portafolios diversificados que pueden enfrentar sus necesidades de flujo efectivo sin necesidad de vender activos depreciados (una excepción de éstos se analiza más adelante).

Incluso disminuciones de la actividad productiva o crisis financieras pueden fracasar en reducir el valor de su convertibilidad estándar. Ejemplo de ello es que, a pesar de la crisis de la economía estadounidense de los años recientes, se ha incrementado la demanda de bonos gubernamentales. Por consiguiente, se puede argumentar que el estatus de moneda de reserva del dólar norteamericano se explica por la disponibilidad de una amplia diversidad de títulos que pueden ser vendidos en dólares. En caso de empeorarse las perspectivas de la economía estadounidense, se retienen bonos del Tesoro, cuyo valor es estable y, efectivamente, la demanda por ellos asegura que no baje su precio, a diferencia de la caída de precios de los títulos corporativos. De esta manera siempre hay disponibilidad de buenos títulos denominados en dólares. Ésta ha sido la forma en que el dólar ha sostenido su posición clave en el mercado financiero internacional. Mantener la convertibilidad de los activos financieros de largo plazo implica mantener la liquidez del mercado de capitales. En un ambiente de inflación financiera ello no es un problema porque los flujos dinerarios en exceso a las emisiones primarias de los títulos, incrementan la liquidez en el mercado de capitales.

Una iliquidez temporal puede ser aliviada por operaciones de mercado abierto del banco central si éste compra acciones. Empero, incluso ello depende de la existencia de inflación de largo plazo en el mercado de capitales.

Se torna problemático mantener la convertibilidad de los títulos de largo plazo si la economía se mueve hacia un periodo recesivo, al mismo tiempo que el mercado de capitales se deflaciona. La situación de Japón ejemplifica esta situación. Con un mercado de capital deflacionado, el Banco de Japón, en efecto monetiza los bonos que su gobierno emite para financiar el déficit, mediante, los cuales, el gobierno tiene la esperanza de reflacionar la economía. Al mismo tiempo, el banco central japonés está comprando (monetizando) títulos corporativos para proveer liquidez a los bancos.

CONCLUSIONES

UNA CONCLUSIÓN sustancial de este trabajo es que no existe receta única para garantizar la estabilidad monetaria en todos los países. Los países en desarrollo y semiindustrializados con déficit comerciales crónicos deben asegurar influjos de capitales para financiar sus déficit.

La administración de estos flujos requiere de diferentes tácticas de comportamiento del banco central para estabilizar los flujos de los países cuyo comercio es superávitarario. Dichas tácticas deben enfocarse a mantener estable la convertibilidad de sus monedas nacionales para importar monedas externas.

En los países con sistemas financieros más desarrollados, la liberalización financiera externa proviene de la necesidad de los inversionistas institucionales de diversificar sus portafolios. En este contexto el requerimiento más importante es mantener tasas de convertibilidad estables de dinero en relación a activos financieros de largo plazo.

A partir de ello es posible asegurar que existe tenencia voluntaria de la moneda en el exterior debido a que puede ser utilizada para adquirir una amplia gama de instrumentos financieros remunerativos. En este último caso las operaciones de mercado abierto, que aseguran liquidez del mercado de capitales, se vuelven una prioridad fundamental.

Una segunda conclusión señala que las tácticas de intervención del banco central requieren diferenciarse porque los problemas

generados por los distintos sistemas de convertibilidad también difieren. En el caso de países que operan con moneda extranjera estándar el principal peligro es la insuficiencia de flujos de capital externos o, una reversión, del movimiento de capitales, que dan lugar a crisis tipo Argentina en mercados financieros emergentes (Halevi, 2002).

En el caso de países cuyas monedas están relacionadas al estándar de activos financieros el problema más serio es que desarrollen una deflación financiera, lo cual vuelve inaceptables sus activos financieros de largo plazo, en tanto sustituto de la moneda del país. En dicho caso, los tenedores de la moneda, o los depósitos bancarios en dicha moneda, sólo disponen de la alternativa de intercambiar dicha moneda por otra. Ello precipitaría una crisis de tipo de cambio.

Una tercera conclusión está relacionada con la compatibilidad de la convertibilidad de los dos sistemas. Una teoría ingenua de las relaciones internacionales sugeriría que si es percibido un problema común entre ambos sistemas, los gobiernos podrían cooperar para administrar o resolver el problema. Empero, en el caso de dos sistemas de convertibilidad, los problemas fundamentales son esencialmente diferentes. Las autoridades monetarias de los países basados en un estándar de títulos de largo plazo se concentran en prevenir una deflación en el mercado de títulos de largo plazo, relegando a segundo plano la estabilidad del tipo de cambio; mientras las autoridades monetarias de países con un estándar en moneda extranjera, centran sus objetivos en la estabilidad el tipo de cambio, para lo cual requieren la cooperación de las autoridades monetarias de los países más avanzados. No es muy probable la cooperación efectiva de bancos centrales de países financieramente avanzados porque las autoridades monetarias de economías que operan con base en tipos de cambio estándar tienen poco que ofrecer para la estabilidad de títulos de largo plazo de países desarrollados.

Éstos no tienen muchos incentivos en otorgarlo porque las autoridades monetarias que operan en el estándar de mercado de cambio externo (países emergentes, NT) no tienen mucho que ofrecer para

la estabilidad del mercado de títulos de largo plazo en los países más avanzados.

Finalmente, es importante considerar los poderes limitados del banco central sobre las condiciones monetarias de una economía. Estas limitaciones tienden a ser oscurecidas debido a las reclamaciones categóricas realizadas en la literatura a nombre de “sistemas” particulares de banca central, no importando si son independientes, persiguen la “regla de Taylor” o buscan imponer una inflación objetivo (una excepción se encuentra en Sayers, 1956). Poca maniobrabilidad tienen los bancos centrales ante movimientos bruscos de salidas de capitales o una deflación financiera. Ambas situaciones son inevitables porque tanto el influjo de capital como la inflación financiera las preceden e implican acumulación de pasivos financieros. Específicamente, el flujo privado de capitales es a menudo de corto plazo, mientras que el mercado de capitales es inflado por obligaciones de fondos de pensiones de largo plazo.

Pese a que los flujos de capitales son insostenibles de manera más obvia porque las crisis provenientes de reversiones de capitales son más frecuentes, la inflación financiera también es insostenible, aunque toma más tiempo en volverse crítica.

BIBLIOGRAFÍA

- CHICK, V. (1992), “The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest”, en V. Chick, *On Money, Method and Keynes, Selected Essays*, editado por Philip Arestis and Sheila C. Dow, Londres, Macmillan.
- HALEVI, J. (2002), “The Argentine Crisis”, *Monthly Review*, vol. 53, núm. 11, marzo.
- HAWTREY, R.G. (1927), *Currency and Credit*, Londres, Longmans, Green and Co.
- KALECKI, M. (1946), “Multilateralism and Full Employment”, en J. Osiaty Ski (ed.), *The Collected Works of Michał Kalecki, Volume I Capitalism: Business Cycles and Full Employment*, Oxford, The Clarendon Press, 1990.
- LEVY-ORLIK, N. (2003), *Open market operation effect in financial markets of emerging economies*, Paper presented to the Union for Radical Political

Economy at the American Social Sciences Association Meetings in Washington, D.C., on the 5 January 2003.

SAYERS, R.S. (1957), "Central Banking in Undeveloped Countries", en *Central Banking after Bagehot*, Oxford, The Clarendon Press,

TOPOROWSKI, J. (2000), *The End of Finance: The Theory of Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*, Londres. Routledge.

ALMA CHAPOY BONIFAZ*

*Las metas explícitas de inflación
como esquema para conducir la política
monetaria. El caso de México*

INTRODUCCIÓN

LA RELACIÓN entre inflación y crecimiento económico ha interesado desde siempre a los economistas, pero la naturaleza de esta asociación aún no es clara. Las primeras discusiones versaban sobre los méritos relativos de un nivel de precios en ascenso comparado con uno a la baja sobre los beneficios, la confianza, la inversión y otras macrovariables en la medida en que éstas afectaban el crecimiento de la economía, especialmente el de la productividad. Ningún consenso salió de esas deliberaciones.

De la segunda posguerra hasta principios de los años setenta, comparaciones representativas de tasas de inflación y crecimiento de la productividad en los países capitalistas desarrollados no revelaron asociación entre los dos. Y si el periodo de rápido crecimiento de la productividad en los años cincuenta y sesenta se compara con el periodo posterior de estancamiento, se encuentra una correlación negativa entre crecimiento de la inflación y de la productividad. Según esto, elevadas tasas de inflación se asocian con un descenso en el crecimiento de la productividad y en el desarrollo económico.

La teoría económica convencional carece de conclusiones sobre la relación causal entre los dos. Sin embargo, desde los primeros setenta, la intervención gubernamental en las diferentes economías introdujo un vínculo entre ellos, resultando una conexión definida

* Investigadora titular del Instituto de Investigaciones Económicas (UNAM). La autora agradece la ayuda de los licenciados Víctor Medina y Alma Torres en el acopio de material.

causal entre inflación y crecimiento. Las medidas para hacer bajar la inflación condujeron a un bajo crecimiento o a estancamiento porque en los países en los cuales la inflación no se podía controlar por otros medios (por ejemplo, con una política de ingresos), el gobierno respondía aplicando políticas restrictivas de la demanda agregada. Esto condujo a altas tasas de desempleo, y bajas tasas de capacidad utilizada, de inversión y de crecimiento de la productividad.

A pesar de eso, actualmente el Fondo Monetario Internacional (FMI) y los países industriales, en especial Estados Unidos, están imponiendo también en los países emergentes, en los subdesarrollados y en transición la aplicación de *esquemas de metas inflacionarias*, que hacen caso omiso de las necesidades de desarrollo y de combate a la desigualdad económica y social en esos países. No basta con mantener baja la inflación; es preciso además impulsar el desarrollo económico, mejorar el nivel de vida y lograr un desarrollo sustentable y equitativo que acabe con la marginación.

Enseguida se exponen las características del sistema de metas de inflación y sus efectos negativos sobre el crecimiento económico. En la parte final se aborda el caso de México.

LAS METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN (MEI)

A PARTIR de los años noventa, un número creciente de países, medianos y grandes, desarrollados y emergentes, están utilizando cada vez más como ancla nominal¹ una meta de inflación. En opinión de algunos autores (Amato y Gerlach, 2003) este hecho constituye el cambio más importante en la estructura de la política monetaria desde el colapso del sistema de Bretton Woods a principios de los años setenta.

¹Un ancla nominal es un instrumento de política económica que permite orientar y guiar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. Un ancla nominal efectiva permite la congruencia entre las expectativas inflacionarias del público y la inflación observada. Las anclas nominales que se utilizan con más frecuencia son: objetivos sobre el crecimiento de los agregados monetarios, tipos de cambio y metas de inflación.

Muchos otros países están considerando la posibilidad de adoptar dicho régimen y algunos están comprometidos a hacerlo bajo programas apoyados por el FMI.²

Al decidir la política monetaria a seguir, es preciso distinguir entre metas finales y objetivos intermedios; las metas finales corresponden a los objetivos de largo plazo de la autoridad monetaria, que en el caso que se trata en este trabajo es la estabilidad de precios. Las autoridades monetarias deben basar sus decisiones sobre la evolución de diferentes variables que guarden una relación estrecha con el nivel de precios. Los llamados objetivos intermedios o guías operativas –que pueden considerarse como metas a corto plazo– se establecen en términos de dichas variables, que suelen ser el crecimiento de algún agregado monetario o las tasas de interés, sobre todo las de corto plazo, que guardan una relación estrecha con el crecimiento de los precios.

Bajo la denominación de regímenes de metas de inflación se incluye una amplia gama de esquemas monetarios³ que se suman a los otros existentes (dolarización, consejo monetario y tipo de cambio vinculado).

Carare y Stone (2003) encontraron que en marzo de 2001, 41 países y la unión económica y monetaria europea definían su estructura de política monetaria por una meta de inflación; dichos países fueron clasificados en tres categorías:⁴ a) con *metas explícitas de infla-*

²Para mejorar el funcionamiento del sistema monetario internacional, se fortalece la vigilancia y supervisión del FMI, se mejora la transparencia y se usan normas y códigos reconocidos internacionalmente como nuevas reglas del juego para lograr un buen gobierno. Las Normas Especiales para la Divulgación de Datos fueron diseñadas para los países que quieren tener acceso a los mercados de capital internacionales, cualquiera que sea su régimen cambiario, pero prácticamente todos los países que aplican un régimen de metas de inflación han adoptado dichas normas (Köhler, 2002).

³Se entiende por esquema, régimen o sistema monetario el conjunto de arreglos institucionales bajo los cuales se toman y ejecutan las decisiones de política monetaria; las instituciones políticas, el grado de desarrollo de los mercados financieros, la capacidad técnica de los funcionarios dentro y fuera del banco central, así como las características estructurales de la economía configuran un determinado esquema, régimen o sistema. De esta manera, el análisis de un esquema de política monetaria se extiende más allá de una meta determinada y excede los límites del banco central.

⁴Estos autores utilizan otras denominaciones para estas tres categorías. Aquí se modificaron con la intención de dar mayor claridad.

ción (MEI); b) con metas implícitas de inflación (MII) y c) con metas de inflación laxas (MIL).

Esta clasificación se basa en indicadores acerca de la claridad y credibilidad del compromiso con la meta de inflación. La claridad se indica por el anuncio de la meta inflacionaria y por los acuerdos institucionales que apoyan la responsabilidad respecto a la meta. La credibilidad depende del desempeño inflacionario real y de la calificación del mercado a la deuda gubernamental a largo plazo en moneda local.

a) En el caso de las *metas explícitas de inflación*, las autoridades realizan un anuncio formal de la meta y se comprometen a hacer todo lo posible para su consecución. Los países que aplican este esquema monetario, tienen un considerable nivel de credibilidad y gozan de cierta estabilidad financiera (aunque ésta pudo haberse logrado a costa de la extranjerización del sector financiero, como en el caso de México y de otros países latinoamericanos) y para mantener la inflación baja necesitan hacer un claro compromiso de perseguir una meta inflacionaria. Sin embargo, este compromiso se da al precio *de menos flexibilidad para perseguir otros objetivos como crecimiento de la producción y del empleo*. Nueva Zelanda fue el primer país en adoptar este régimen y para 2001 siete países industriales y 11 emergentes lo practicaban.⁵

b) Tratándose de las *metas implícitas de inflación* no hay un anuncio formal por parte de las autoridades acerca de la meta ni tampoco el compromiso de alcanzar dicho objetivo, pues estos países tienen tanta credibilidad que pueden mantener una inflación baja y estable aun sin tal compromiso. Su historial de inflación baja y estable y su alto grado de estabilidad financiera les da la flexibilidad suficiente para *perseguir tanto el objetivo de aumentar la producción como el de estabilizar los precios*. Cinco bancos centrales practican este régimen, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón, el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos y los bancos centrales de Suiza y Singapur.

⁵Nueva Zelanda, Canadá, Reino Unido, Suecia, Australia, Israel, Noruega, República Checa, Polonia, Brasil, Chile, Colombia, Corea del Sur, Sudáfrica, Tailandia, Hungría, México, Islandia.

c) Los países con *metas de inflación laxas* establecen metas numéricas de inflación como parte de su estrategia de política económica, pero sin el compromiso de alcanzarlas, pues su vulnerabilidad ante las crisis, su inestabilidad financiera y su débil estructura institucional, les impide mantener la inflación como su principal objetivo. Siendo así, prefieren tener plena flexibilidad para hacer frente a las conmociones financieras y cíclicas. Este régimen se considera como una transición durante la cual se realizan las reformas estructurales necesarias para la adopción de una meta explícita de inflación; esta transición puede llevar varios años. Diecinueve países subdesarrollados y en transición se encuentran en este régimen.⁶

El FMI considera que una meta de inflación preanunciada, incluso sin todas las características de una MEI, es preferible a tener como ancla un agregado monetario.

El régimen concreto de meta de inflación adoptado en cada país, depende en mucho de las características de su economía y del tipo de conmociones externas a que se enfrenta.

De acuerdo con el estudio de Carare y Stone, a cada uno de estos tres regímenes corresponde un nivel diferente de bienestar. El PIB per cápita y el nivel de desarrollo financiero son más altos en los países con metas implícitas de inflación y más bajos en los países con metas “laxas”.

Para limitar su vulnerabilidad ante un ataque especulativo contra su moneda nacional y para mantener una política monetaria independiente, los países con metas de inflación tienen algún tipo de flotación cambiaria, ya sea flotación independiente, flotación administrada o tipos de cambio que fluctúan dentro de bandas de diferente amplitud.⁷

Nueva Zelanda y Canadá fueron los primeros en adoptar el esquema de metas explícitas de inflación, pero algunos países emer-

⁶ Argelia, Perú, Albania, Filipinas, Uruguay, Croacia, Mauricio, Guatemala, República Dominicana, Jamaica, Indonesia, Eslovenia, República Eslovaca, Honduras, Sri Lanka, Kazakhsan, Venezuela, Rusia, Rumania.

⁷ Un país que escoge un sistema de tipo de cambio fijo subordina su política monetaria al objetivo cambiario y es incapaz de fijar una meta para cualquier otra variable nominal sobre una base duradera, especialmente en presencia de movilidad del capital; esta característica es particularmente relevante en los países emergentes que son los que están adoptando una estructura de metas de inflación.

gentes y en transición empezaron a aplicar casi al mismo tiempo (Chile, 1990; Israel, 1991) políticas económicas que incluían características de tal esquema, aun antes de que éste fuera reconocido como un sistema monetario.

En algunos países industriales la adopción de tal régimen se debió a la necesidad de reducir su inflación que estaba por encima del promedio de la OCDE, pero sobre todo fue una respuesta a sus dificultades para conducir su política monetaria con base en un vínculo cambiario—que los hacía vulnerables ante un ataque especulativo—o en algún agregado monetario, que no resulta conveniente en vista de que los procesos de innovación y de desregulación financiera, y la cada vez mayor globalización de los mercados internacionales de capital, al modificar el contexto en el que se aplica la política monetaria, determinaron una relación menos estable entre la evolución de los agregados monetarios y el nivel de precios;⁸ por ello los bancos centrales están adoptando políticas que les permitan tener la suficiente flexibilidad para reaccionar oportunamente ante la cambiante situación de los mercados financieros y facilitar el logro de su objetivo de mantener la estabilidad de precios. Así se llegó al establecimiento de MEI para periodos determinados, teniendo el banco central la libertad de elegir el método más apropiado para alcanzar dichas metas.

Un banco central fácilmente puede ser responsable ante un objetivo cambiario, porque las medidas que tienden a influir en el tipo de cambio tienen un impacto inmediato, y se informa a diario la evolución de ese indicador. De igual modo, es relativamente sencillo hacer el seguimiento de una meta monetaria, pues la política monetaria influye sobre los agregados monetarios con gran rapidez, aunque no tanta como en el caso del tipo de cambio. En contraste, la política monetaria afecta a la tasa de inflación con retrasos de incierta duración y con fuerza variable, debido al tiempo que transcurre entre la aplicación de un cambio en dicha política y su

⁸Las metas monetarias son convenientes cuando las perturbaciones que afectan a la economía provienen primordialmente de la demanda agregada; en tal caso, la evolución de los agregados monetarios está más relacionada con la de los precios, por lo que, supuestamente, al controlar las desviaciones de los agregados respecto a su meta, se logra controlar las desviaciones de los precios respecto a su objetivo final.

efecto sobre la inflación, lo cual limita la capacidad del banco central para controlar la inflación. Estos retrasos tienen que ser tomados en cuenta al elegir los instrumentos de política monetaria que se van a aplicar.

En Reino Unido, Suecia y Finlandia la adopción de la flexibilidad cambiaria ocurrió tras el fracaso de un intento de utilizar el tipo de cambio como la principal ancla de la política monetaria.⁹ En Canadá y otros países las MEI se adoptaron cuando sus autoridades decidieron oponer menos resistencia a las fluctuaciones cambiarias.

Los países, industriales y el FMI encuentran que el régimen de metas de inflación es una estrategia útil de política económica incluso para los países emergentes y en transición. Con tal propósito, éstos han dado autonomía a sus bancos centrales y les han asignado como principal objetivo mantener la estabilidad de precios, al considerar que es así como *la política monetaria puede hacer su mejor contribución al desarrollo económico*.

Nadie puede negar que *la inflación merma el bienestar de la población*, principalmente por:

- a) suscitar una inadecuada asignación de los recursos productivos tanto entre sus distintos usos como en el tiempo;
- b) los inconvenientes en los que incurren los agentes económicos al intentar anticiparse y protegerse de la inflación;
- c) el alza continua de los precios de los bienes y servicios y el aumento de los costos de transacción en operaciones financieras y comerciales;
- d) inhibir el crecimiento de la producción a largo plazo, y
- e) acentuar la desigualdad en la distribución del ingreso.

Resulta lógico entonces que la política monetaria apoye el crecimiento a largo plazo manteniendo baja la inflación; pero pretender llegar a niveles exageradamente bajos de este indicador, introdu-

⁹Reino Unido había ingresado años antes al mecanismo de tipos de cambio europeo (Exchange Rate Mechanism), del cual decidió salir tras un ataque especulativo contra la libra esterlina. Finlandia y Suecia aún no pertenecían a la entonces Comunidad Europea, pero se habían vinculado al ECU (la unidad de cuenta europea). Al abandonar estos países los tipos de cambio fijos encontraron un ancla sustituta en una meta de inflación.

ce un peligroso e *indeseable sesgo deflacionario*, que daña seriamente a cualquier país, en especial a los emergentes y en transición.

Un sesgo deflacionario impone costos innecesarios sobre la población y erosiona las bases del régimen de metas de inflación. Y la independencia del banco central.

Al respecto, en una rueda de prensa, Kenneth Rogoff, director del Departamento de Estudios del FMI (FMI, 28 de abril de 2003: 119) sugirió que *el Banco Central Europeo debería adoptar para 2003 una meta central de inflación más alta*, alrededor de 2.5 por ciento. Esto porque una política monetaria para la zona del euro en su conjunto podría tener efectos deflacionarios incluso en Alemania que es la economía más fuerte de la Unión Europea pero que actualmente está atravesando por serias dificultades; si los países candidatos concretan su adhesión a la zona del euro, la divergencia económica será más marcada. Por ende, según Rogoff, habría que pensar en una meta de inflación un poco más alta que redujera al mínimo los riesgos de deflación en la zona del euro.

A mediados de 2003 *la deflación era ya una realidad en Japón y un riesgo para Europa y Estados Unidos*. En Japón, la aplicación de una política monetaria expansiva sería más eficaz si existiera una comunicación con el público y con los participantes en el mercado que hiciera evidente la intención y la capacidad del banco central para poner fin a la deflación. El FMI recomienda metas de inflación más transparentes para todos los bancos centrales de importancia, esto es, *para los que tienen metas implícitas de inflación*, pues resulta difícil entender por qué esos países siguen limitando la transparencia en cuanto a las metas generales de inflación a mediano plazo.

En el caso de los países subdesarrollados y en transición, la recomendación de Rogoff, una meta de inflación 1 o 2 por ciento más alta, es aún más pertinente.

Así pues, el sistema de metas explícitas de inflación está siendo adoptado por países emergentes y en transición, pese a que difieren de los países industrializados en cuanto a estructura económica, desarrollo de los mercados financieros y capacidad del banco central para conducir su política de manera independiente. Pero sobre todo, existen diferencias acusadas en nivel de vida y distribución del ingre-

so. En aras de alcanzar la meta de inflación, en los países emergentes y en transición *se está sacrificando el crecimiento económico y se está acentuando la desigualdad en la distribución del ingreso.*

Las experiencias con metas de inflación son todavía muy recientes como para formular conclusiones, aunque Köhler, director gerente del FMI considera que después de una década de experiencia, se ha tenido la oportunidad de observar este régimen en todas las fases del ciclo económico, lo que permite evaluarlo y afinar las ideas acerca de cuál es la mejor forma de manejarlo. Contrariamente a lo que sostiene Köhler, McCallum (1996) afirma que se necesitarán una o dos décadas para conocer con claridad las potenciales ventajas y desventajas de tal régimen. Esta aseveración resulta preocupante, sobre todo por el creciente número de países emergentes y en transición que ha adoptado MEI. ¿Qué sucederá si con el tiempo resulta que no era el régimen adecuado para ellos?, ¿otra década perdida?

Con base en diversos autores¹⁰ las *características* de un esquema de metas explícitas de inflación (MEI), que es el más utilizado de los tres mencionados, son:

1. El objetivo principal de la política monetaria es *la obtención de una inflación baja y estable*. Pueden existir objetivos secundarios, pero no otra ancla nominal, como el tipo de cambio, a la que se subordine la meta de inflación. Esto significa que las autoridades no deben establecer metas para otras variables nominales pues entrarían en conflicto con la meta de inflación, que tiene precedencia sobre cualquier otro objetivo.
2. La meta de inflación debe anunciarse públicamente. Tal anuncio puede hacerlo el banco central, el gobierno o ambos. El hecho de que el *gobierno* realice el anuncio de manera unilateral puede crear la percepción de cierta dependencia del banco central en relación con el gobierno, lo cual resta credibilidad y autonomía a esa institución. Si el *banco central* realiza el anuncio en forma independiente del gobierno puede ponerse

¹⁰ Mishkin (2000); y Mishkin y Savastano (2000); Bernanke *et al.* (1999); Svensson (2001); Masson, Savastano y Sharma (1997).

en duda la voluntad política de este último para coadyuvar a la consecución del objetivo inflacionario. Por ello se considera más conveniente que el anuncio sea hecho *conjuntamente por el banco central y por el gobierno*, para comprometer indirectamente a éste a apoyar con su política, sobre todo con su política fiscal, la consecución de la meta de inflación. El anuncio de ésta debe incluir el horizonte temporal en el que se pretende alcanzar; países con un mal historial inflacionario, deben establecer metas de inflación que no rebasen el año. La meta puede expresarse en una cifra exacta o en un “intervalo de tolerancia”; lo usual es esto último.

3. El banco central debe ser capaz de conducir su política monetaria con plena independencia en cuanto a la elección de los instrumentos de política monetaria que va a aplicar; esto incluye la posibilidad de que el banco central modifique esos instrumentos para adecuarlos a las circunstancias y siempre con vistas a cumplir la meta inflacionaria; esto es lo que se denomina “función de reacción”.

4. El público debe estar informado acerca de la estructura de la política monetaria y de la conducción de ésta. Como el éxito del sistema de MEI depende en parte de la aceptación de los agentes económicos privados de la meta anunciada oficialmente, *las medidas para incrementar la transparencia, flexibilidad y credibilidad en el manejo de la política monetaria, son una parte muy importante del esquema de MEI*. Rodrik (1989) argumenta, y con razón, que una declaración sobre política monetaria hecha por una autoridad competente y seria, puede ser poco creíble si el entorno económico se caracteriza por altos déficit fiscales o por contingencias que pudieran requerir el apoyo de un prestamista de última instancia. Por tanto, para tener políticas antiinflacionarias exitosas, las autoridades monetarias deben tener la suficiente credibilidad como para influir sobre las expectativas de los participantes en el mercado.

5. El gobierno debe financiarse principalmente en los mercados financieros internos, cuyo desarrollo es indispensable para superar el “pecado original” de no poder emitir deuda

en su propia moneda y para lograr la estabilidad cambiaria y financiera; los mercados financieros internos serán capaces de absorber la colocación de instrumentos de deuda pública (y privada). *El endeudamiento directo del sector público respecto al banco central debe ser bajo o nulo, esto es, no debe haber lo que se llama "dominio fiscal"*. Tampoco dependerá el gobierno de los ingresos derivados del *señoreaje*;¹¹ lo conveniente es que tenga una amplia base tributaria. Una política fiscal deficiente, hace necesario que el gobierno continuamente refinance obligaciones vencidas, cambiando éstas por otras obligaciones del mismo tipo. Por ello, previamente a la adopción de MEI se requiere aplicar un programa de consolidación fiscal para tener finanzas públicas sanas y sólidas, esto es, déficit fiscales bajos o inexistentes. De otro modo existe el riesgo de que el banco central se convierta en comprador residual de bonos gubernamentales. En el pasado, en varios países emergentes y en transición, grandes déficit presupuestales estuvieron asociados con una alta inflación. Pequeños cambios en los subsidios y en los precios controlados por el gobierno pueden desencadenar efectos desproporcionadamente grandes en las expectativas de inflación, y en última instancia, en la inflación misma (Mishkin y Schmidt-Hebbel, 2000).

6. La política monetaria y la política fiscal deben coordinarse, pues pueden surgir conflictos entre el manejo de la deuda, que atiende a la relación costo-riesgo, y la política monetaria que se preocupa por alcanzar la meta inflacionaria. Por ejemplo, para conservar la credibilidad de su política monetaria, el banco central puede preferir que el gobierno emita deuda indexada a la inflación o que pida prestado en el extranjero, mientras que quienes manejan la deuda pueden considerar que la deuda indexada a la inflación y la deuda en moneda extranjera hacen más vulnerable la economía nacional. *El manejo de la deuda pública debe apoyar la meta de inflación*; las autoridades

¹¹ Masson, Savastano y Sharma (1997) hicieron estimaciones de los ingresos derivados del señoreaje, la tasa de inflación y del déficit fiscal en 79 países, en los años que van de 1980 a 1995. Mientras en los subdesarrollados, el promedio anual de recurrencia al señoreaje fue de 1.4 a 3 por ciento del PIB, en los países económicamente avanzados no llegó al 1 por ciento.

fiscales deben estar plenamente conscientes de que un alto nivel de deuda implica grandes obligaciones por concepto de su servicio, lo que atenta contra la estabilidad monetaria. Esto eleva las tasas de interés nominales; si el banco central mantiene baja la inflación, las tasas de interés reales serán altas, lo que se traducirá en un escaso crecimiento económico. El acuerdo entre las autoridades fiscales y monetarias es necesario a fin de evitar que los agentes económicos perciban discrepancias en la política económica.

7. El sistema financiero debe ser suficientemente desarrollado y estable para que el banco central no sea distraído de su objetivo principal por debilidades en ese sector. Un sistema financiero es estable cuando los mercados consideran que tiene una vulnerabilidad mínima ante las crisis, lo que se manifiesta, entre otras cosas, en una baja prima de riesgo. Por tanto, antes de adoptar un sistema de MEI los países necesitan fortalecer la solidez del sistema financiero, lo que incluye el rescate o el cierre de instituciones financieras *insolventes*¹² y la adopción de una adecuada regulación y supervisión bancaria. De igual manera, la política monetaria es más efectiva cuando los mercados financieros son lo suficientemente desarrollados como para no estar muy dolarizados, ya que la dolarización limita el impacto de la política monetaria.

8. Las políticas para influir en el tipo de cambio –intervenciones en el mercado cambiario y modificaciones en las tasas de interés– tienen como único propósito mitigar sus efectos sobre la inflación. Mantener la estabilidad financiera y limitar el efecto de conmociones cambiarias sobre la inflación, es distinto de perseguir el objetivo de mantener la paridad cambiaria. Las intervenciones esterilizadoras en el mercado cambiario envían señales de que las autoridades están prestas a alterar las políticas fundamentales, incluyendo la política monetaria, si la presión cambiaria continúa. Ese tipo de intervenciones deben ser públicamente anunciadas y utilizadas de

¹² Esta forma de pensar pasa por alto que aunque ciertamente el sistema financiero debe ser fuerte, hay necesidad de que exista la banca de desarrollo, que no necesariamente puede estar en números negros.

manera intermitente y de ser necesario, seguidas de otros cambios de política económica para asegurar la credibilidad de una futura intervención. La posición externa de un país debe ser suficientemente estable para permitir que la política monetaria se centre en perseguir la meta de inflación sin ser desviada de ese objetivo durante periodos prolongados por acontecimientos en el mercado cambiario. Como la política monetaria bajo el régimen de metas de inflación no está orientada a mantener *un valor externo estable de la moneda*, pueden ocurrir grandes modificaciones en el tipo de cambio, con consecuencias fuertes e inmediatas sobre la tasa de inflación; esto porque la falta de grandes mercados de capital internos en muchos países emergentes y en transición determina que empresas, particulares y gobierno pidan prestado en moneda extranjera, *creando con ello una abultada deuda externa*, con graves consecuencias para la economía nacional. Al pasar de un tipo de cambio vinculado a un régimen de flotación con metas explícitas de inflación, deben establecerse medidas para reducir la vulnerabilidad del sector financiero ante depreciaciones cambiarias. En el mediano y largo plazos, la política monetaria afecta al tipo de cambio nominal, no al real; de ahí que las correcciones necesarias a la posición externa de un país se manejen mejor mediante la política fiscal o mediante políticas estructurales.

9. Determinación del índice de precios más apropiado para definir la meta inflacionaria. La experiencia internacional indica que esta función la cumple de mejor manera el índice de precios al consumidor.

10. La autoridad monetaria debe conocer o estimar el tiempo que toma a “los determinantes de la inflación” actuar sobre la tasa de inflación, así como la relativa efectividad de los diferentes instrumentos de política económica a su disposición. Mientras más fuertes sean los mecanismos de transmisión y mejor sean entendidos, más efectivos serán los cambios en los instrumentos monetarios tendientes a obtener la meta inflacionaria. Los mecanismos de transmisión son la conexión

que existe entre los cambios en la política monetaria y su efecto sobre la guía operativa, y en última instancia, sobre la inflación.

11. Al adoptar una MEI la tasa de inflación debe estar ya en niveles de un solo dígito. En los países industriales, el sistema de MEI partió de inflaciones menores al 5 por ciento anual y de horizontes temporales de dos a cuatro años, con vistas a llegar a inflaciones anuales menores al 2 por ciento.

Se pretende también que en un esquema de objetivos de inflación sea requisito la formulación de modelos econométricos del proceso de inflación y de los mecanismos de transmisión, a fin de hacer pronósticos basados en varios indicadores que contengan información sobre la futura inflación. Los países emergentes dependen menos de esos modelos, debido a la escasez de datos, a los cambios estructurales en marcha, a su vulnerabilidad ante las conmociones, y sobre todo a que la experiencia con metas de inflación es muy reciente como para generar estimaciones confiables. Sin embargo, la mayoría de los bancos centrales con MEI en ese grupo de países están considerando la conveniencia de dedicar recursos para superar dichos obstáculos, y en el futuro poder desarrollar modelos que generen pronósticos acertados sobre la inflación y que identifiquen los principales canales por los cuales los cambios en la política monetaria influyen sobre la inflación.

Para muchos autores, el pronóstico de la inflación es considerado como la meta intermedia de la política monetaria en un esquema de metas de inflación. Si el pronóstico de inflación indica que ésta se situará sistemáticamente por arriba o por debajo de su meta, la política monetaria se tornará restrictiva o expansiva según el caso. Los pronósticos de la inflación hechos por el banco central deben utilizar toda la información disponible sobre las perspectivas de la inflación. A diferencia de un tipo de cambio vinculado o de una simple regla de un agregado monetario, la atención del banco central no se limita sólo a una variable como un indicador de los acontecimientos inflacionarios. Esa institución

debe contar con información suficientemente confiable sobre las perspectivas de la inflación como para poder hacer pronósticos inflacionarios que sean creíbles para el público y para los participantes en el mercado financiero.

Éstos mantienen bajo continuo escrutinio las actividades del banco central para detectar cambios sobre las expectativas de inflación y por ende en la política económica. Esto ocurre con más frecuencia en los países emergentes con metas de inflación, pues sus sistemas financieros tienden más a ser sacudidos por cambios abruptos en las corrientes de capital internacional y a recurrir a intervenciones en los mercados cambiarios.

Algunos países establecen “cláusulas de escape”, bajo las cuales está permitido desviarse de la meta inflacionaria en caso de presentarse circunstancias imprevistas, como pueden ser:

- a)* un aumento considerable en los precios del petróleo;
- b)* un alza en los impuestos indirectos no prevista al establecer la meta de inflación;
- c)* un desastre natural.

Es preciso señalar que varias de las características de los esquemas con metas de inflación no son privativas de éstos, sino que son necesarias para que tenga éxito cualquier estrategia de política monetaria. Por ejemplo, la independencia del banco central para aplicar los instrumentos que considere pertinentes, es deseable bajo cualquier régimen monetario.

EL CASO DE MÉXICO

MÉXICO practica un esquema de metas explícitas de inflación y pasó de un sistema de desliz constante a uno de flotación cambiaria independiente. Previamente hubo un proceso de desregulación financiera y de fortalecimiento de la solidez del sistema financiero, aunque a costa de su extranjerización. Conviene mencionar que en 1993 se modificó la Ley del Banco de México, entre otras cosas para conferir a dicha institución “carácter autónomo”, algo

que, como se mencionó en la parte anterior de este trabajo, es indispensable para la aplicación del esquema monetario de metas inflacionarias, y que en su momento formó parte de las medidas “recomendadas” por el Consenso de Washington.

La meta de inflación la fija el Banco de México; se permite, aunque en forma limitada, el financiamiento por parte del banco central de déficit gubernamentales. Las acciones de política monetaria se anuncian a través de la prensa y se presentan trimestralmente informes sobre política monetaria y sobre inflación.

Cabe señalar que en México y otros países, como la aplicación de la estrategia de metas de inflación ha estado aunada a una serie de reformas, a un proceso de liberalización y sobre todo a la caída en el ritmo de la actividad económica, *la baja de la inflación no es atribuible exclusivamente a la estrategia de metas de inflación.*

El objetivo prioritario del Banco de México, consagrado en la Constitución, es el de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. En otras palabras, la tarea encomendada al banco central es alcanzar y mantener una inflación baja y estable. Lo anterior por considerar que es mediante la consecución de este objetivo como un banco central puede hacer su mayor contribución al bienestar de la población.

En el análisis macroeconómico (Pagnotta, 2002) se han considerado objetivos más amplios de la política monetaria, a saber: 1. bajo desempleo; 2. crecimiento económico; 3. estabilidad de precios; 4. estabilidad de las tasas de interés; 5. estabilidad de los mercados financieros; y 6. estabilidad de los mercados cambiarios. Como se dijo en la primera parte de este trabajo, desde los años noventa, la idea de que la estabilidad de precios debe ser el principal objetivo de la política monetaria ha ido logrando consenso. Este énfasis en la estabilidad de precios es el punto de partida del esquema de metas de inflación.

Acorde con esta tendencia, en México a raíz de la crisis de 1994-1995 se aplicó un programa de estabilización para limitar la creación excesiva de crédito interno, y con ello la inflación, que se redujo de 52 por ciento en 1995 a menos de 9 por ciento en 2000. Habiendo logrado bajar la inflación a un dígito, en el

Programa Monetario del Banco de México para 2001 se anunció oficialmente la adopción del esquema de objetivos de inflación.

En el Programa Monetario para 2002 se señalaron, entre otras cosas, los objetivos de inflación y el marco para la instrumentación de la política monetaria. Se ratificó como meta para el cierre de ese año 4.5 por ciento y como meta de mediano plazo alcanzar al cierre de 2003 una inflación de aproximadamente 3 por ciento.

De acuerdo con el Banco de México (2001), la inflación perjudica el desempeño de una economía, ya que: 1. limita la expansión de la producción; 2. impide en gran medida que mejoren los salarios reales; 3. inhibe el desarrollo de los mercados financieros; 4. deteriora la distribución del ingreso, y 5. debilita las finanzas públicas.

Ante esto, se considera que el sistema de metas de inflación, al permitir una política monetaria independiente y flexible *puede dar mejores resultados en términos de empleo y producción, déficit fiscal y en cuenta corriente, endeudamiento, etcétera.*

Supuestamente, el propósito fundamental de la política monetaria es maximizar el bienestar social al obtener un crecimiento alto y estable en el largo plazo. En nuestro país lo que se ha visto es que la política que se aplica ha conseguido el propósito de hacer bajar la inflación, pero sacrificando el crecimiento económico, pues para lograr la meta, el Banco de México impone una fuerte restricción monetaria que incrementa las tasas de interés y reduce el crédito interno; por otra parte hay una política de contracción salarial con los consecuentes efectos negativos sobre el nivel de vida de la población.

Es preciso reflexionar en que aun controlando la inflación se puede aplicar una política de estímulo al crecimiento del PIB y del empleo, porque hay mucha capacidad productiva desocupada; bastaría con incorporar ésta a la producción para aumentar el empleo y crear más bienes y servicios; al haber más oferta se evitaría el crecimiento de precios o éste sería moderado.

Naturalmente, el bajo crecimiento de la economía mexicana no es atribuible en su totalidad al esquema de metas de inflación,

pues hay que considerar otros factores, como la gran incertidumbre en torno a la evolución de la economía mundial en un futuro próximo, sobre todo la declinación en la actividad económica estadounidense; derivado de lo anterior, está la contracción de los mercados financieros, sobre todo a raíz de la invasión a Iraq. El Banco de México reconoce que la evolución de la economía mexicana seguirá en gran medida determinada por la situación económica de Estados Unidos y por las condiciones y disponibilidad del financiamiento externo, todo lo cual puede reducir el crecimiento económico y la creación de empleos. La aparición de nuevos signos de debilidad en la economía de Estados Unidos y los elevados precios del petróleo registrados a nivel internacional en los primeros meses de 2003, afectaron las perspectivas de recuperación de la economía estadounidense y se reflejaron en una pérdida de valor del dólar frente a otras monedas importantes, en especial el euro. A ello se suma el nerviosismo sobre posibles atentados terroristas.

Desde luego que el banco central está obligado a frenar la inflación porque un alto nivel de ella arruina toda la economía; sin embargo, una vez que hay una situación de incremento moderado en los precios es erróneo y contraproducente tener como meta de política económica el control de la inflación. En los niveles que ésta alcanzó ya en nuestro país, en que incluso se llegó en mayo de 2003 a una deflación, concentrarse a toda costa en seguirla bajando resulta absurdo.

Como la autoridad monetaria aplica una política restrictiva, el resultado es una contracción de las utilidades de las empresas, de la inversión y del empleo. En suma, la economía se ve sumergida en una situación de bajo o nulo crecimiento; la tasa de crecimiento del PIB a precios constantes fue de -0.3 por ciento en 2001, de 0.9 por ciento en 2002 (Banco de México, 2002a) y se esperaba fuera en 2003 de 1.5 por ciento. La meta de inflación se logra, pero el costo de ello es muy elevado. Ante esto algunos países incluyen, además de la meta inflacionaria, una meta explícita o implícita de variación del PIB que sea coherente con la evolución del producto potencial.

Tanto el tipo de cambio como las tasas de interés se determinan en los mercados financieros. Sin embargo, el Banco de México, al igual que la mayoría de los bancos centrales del mundo, garantiza que no generará ni excesos ni faltantes de oferta de base monetaria. Con esa finalidad, ajusta diariamente la oferta de dinero primario de tal forma que ésta corresponda con su demanda, con lo cual indirectamente influye sobre el nivel de las tasas de interés.

Todo banco central que utilice una meta de inflación, debe poder influir sobre las condiciones del mercado mediante su control de las reservas bancarias y los saldos mantenidos por los bancos en el banco central, para el manejo de la liquidez o para liquidaciones de pagos. Como proveedor neto de fondos al mercado monetario, el banco central tiene más influencia sobre el mercado, particularmente sobre las tasas de interés.

En el resto de los países con metas explícitas de inflación se utiliza como guía operativa la tasa de interés a corto plazo, pero en México se utilizan los saldos de la banca comercial en el banco central, y sus principales instrumentos son las operaciones de mercado abierto con valores emitidos por el gobierno o por el propio banco central.

Conforme a este esquema, el Banco de México interviene todos los días en el mercado de dinero mediante subastas, ofreciendo créditos o depósitos, o a través de la compraventa de valores gubernamentales. El Banco de México permite a las instituciones de crédito, al cierre de las operaciones del día, registrar sobregiros que no excedan de ciertos límites en sus cuentas corrientes, siempre y cuando al término de un periodo de 28 días, dichos sobregiros hayan sido compensados con depósitos equivalentes.

Cuando en el entorno macroeconómico se detectan presiones inflacionarias futuras incongruentes con el logro de los objetivos de inflación, el Banco de México utiliza los llamados “cortos”, esto es, *restringe su política monetaria*. Al aplicar un “corto” el Banco de México no retira dinero de la circulación, ya que siempre proporciona el crédito suficiente para atender la demanda de dinero. Pero cuando se ha producido un sobregiro en la cuenta corriente de uno o más bancos, ese crédito se otorga a una tasa superior a

la de mercado, para inducir los movimientos de las tasas de interés necesarios para alcanzar los objetivos de inflación propuestos.

En el primer trimestre de 2003, el Banco de México elevó el monto del corto en tres ocasiones. El 10 de enero pasó de 475 a 550 millones de pesos; el 7 de febrero, a 625 millones de pesos y el 28 de marzo a 700 millones.

En el primer trimestre de 2003, el tipo de cambio del peso frente al dólar presentó presiones al alza como reflejo de condiciones adversas en los mercados internacionales y de la debilidad del dólar frente al euro. El 5 de marzo el dólar *spot* a la venta se situó en 11.22 pesos por dólar, lo que significaba una depreciación acumulada en 2003 de casi 8 por ciento. Posteriormente el peso se fortaleció.

Aunque el tipo de cambio no es un objetivo en sí mismo, si alcanza un nivel que pueda afectar el cumplimiento de la meta de inflación, el Banco de México interviene, vendiendo dólares, como lo está haciendo desde mayo de 2003, pero no persiguiendo un objetivo cambiario sino sólo para moderar movimientos en el tipo de cambio que podrían dificultar el logro de la meta de inflación (Banco de México, 2003).

En los últimos años las reservas monetarias internacionales se incrementaron notablemente; el gobierno federal y Pemex venden todo su exceso de tenencias en moneda extranjera al banco central y éste esteriliza estas compras, lo cual explica la acumulación de reservas internacionales. Hasta mayo de 2001 el Banco de México también acumulaba reservas por la venta de opciones en divisas.¹³ Cabe señalar también que México ha incrementado notablemente sus reservas a expensas de la inversión nacional y del financiamiento al desarrollo económico.

El nivel alcanzado por las reservas (aproximadamente 54,000 millones de dólares a mediados de 2003) se ha traducido en costos financieros importantes. Por tal motivo, el 20 de marzo de 2003, la Comisión de Cambios anunció la aplicación de un mecanismo mediante el cual se canaliza al mercado cambiario una fracción

¹³ El 18 de mayo de 2001, la Comisión de Cambios integrada por funcionarios de la Secretaría de Hacienda y del Banco de México, anunció la decisión de suspender hasta nuevo aviso la venta de opciones a partir de la subasta realizada el 29 de junio de 2001. Esto ocurrió inmediatamente antes de la adopción del esquema de metas de inflación.

de los flujos de divisas que podrían potencialmente acrecentar las reservas, de manera que se reduzca su ritmo de acumulación.

Conforme a esto, el Banco de México da a conocer trimestralmente el monto de dólares a vender en el mercado cambiario, el cual es igual al 50 por ciento del flujo de acumulación de reservas netas del trimestre previo. Con base en el monto de dólares a vender, el banco central subasta todos los días un monto fijo de dólares que dependerá del número de días hábiles que tenga el trimestre en que se realice la venta. Sólo participan en la subasta las instituciones de crédito del país. Si el monto de ventas a realizar en un trimestre determinado es inferior a 125 millones de dólares, el mecanismo de ventas se suspende y se reanuda cuando se presente una acumulación de reservas netas mayor a 250 millones de dólares respecto al nivel observado al inicio del último trimestre en que este mecanismo hubiera estado vigente, una vez consideradas las ventas realizadas durante ese mismo trimestre. Este procedimiento se inició el 2 de mayo de 2003 con base en la acumulación de reservas internacionales registrada entre el 17 de enero y el 16 de abril de 2003.

El Banco de México señala como elementos para alcanzar el 3 por ciento de inflación a fines de 2003:

- a) una política monetaria restrictiva;
- b) ajustes de *precios administrados por el sector público* con base en los objetivos de inflación;
- c) *incrementos salariales* congruentes con la meta de inflación y con las ganancias sostenibles en productividad;
- d) ausencia de perturbaciones externas severas –tales como reducciones de los términos de intercambio o de la oferta de capitales externos– que conlleven una *modificación considerable del tipo de cambio real*;
- e) una *postura fiscal* estructuralmente sólida que se extienda a las operaciones fuera del presupuesto, entre las que destacan los Pidiregas.¹⁴

¹⁴ Los Proyectos de Inversión de Impacto Diferido en el Registro del Gasto (Pidiregas) son proyectos de inversión del sector público financiados y llevados a cabo por el sector privado, fundamentalmente del extranjero; su característica principal, como su nombre lo indica, es

Para analizar la evolución de las presiones inflacionarias y establecer los instrumentos de la política económica que se van a aplicar, deben incluirse muchas variables y no sólo los agregados monetarios o el tipo de cambio; al efecto el Banco de México da seguimiento a variables tales como:

1. entorno externo y tipo de cambio;
2. salarios, revisiones salariales contractuales y costos unitarios de la mano de obra;
3. empleo e indicadores de desempleo;
4. oferta y demanda agregadas;
5. tasas de interés e indicadores de riesgo del país;
6. finanzas públicas;
7. precios administrados y concertados por el sector público;
8. agregados monetarios y crediticios;
9. fenómenos transitorios que afectan a la inflación.

En vista del desfavorable entorno económico, el Banco de México planteó incluso en su informe sobre la inflación correspondiente al último trimestre de 2002, la posibilidad de aplicar una política monetaria más restrictiva con el fin de alcanzar el objetivo de inflación para 2003. Esto posiblemente no ocurrirá de mantenerse la deflación registrada en mayo de 2003.

Siguiendo la tónica establecida por la mayoría de los países con MEI, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió que alrededor del objetivo de la inflación para diciembre de 2003 y para el largo plazo se estableciera un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual, alrededor de la meta fijada para este año que es de 3 por ciento. Se estableció este margen en vista de que, como se señaló anteriormente, los efectos de la política monetaria sobre la inflación se dan con considerable retraso.

que tienen un impacto presupuestal diferido. Aunque la información sobre el total de pasivos de Pidiregas está disponible, *las estadísticas de deuda pública no consolidan esta información con la deuda externa*, y por eso el gobierno afirma que se ha reducido la participación a la iniciativa privada nacional y extranjera en Pemex y la CFE. Un incremento del déficit del sector público derivado de Pidiregas, traería serias consecuencias en materia inflacionaria y de endeudamiento.

Además, si no se materializan los ingresos fiscales estimados para 2003, para garantizar el cumplimiento de la meta de déficit público, de 0.5 por ciento del PIB, se le han otorgado facultades a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para reducir el gasto, con sus consecuentes efectos sobre el gasto social.

Para el Fondo Monetario Internacional, la credibilidad del Banco de México ha aumentado por su manera de conducir la política monetaria que ha logrado la declinación en las tasas de interés y de inflación. El FMI, elogia el rápido ajuste de la política monetaria del banco central ante la crisis rusa (que indujo un incremento en las tasas de interés de más de 25 puntos porcentuales en lo más álgido de la crisis) y sus medidas preventivas en 2001-2002, para enfrentar las potenciales presiones inflacionarias, *no obstante la debilidad de la economía*. El FMI considera que lo anterior, aunado al régimen de tipo de cambio flexible, ha dado confianza a los participantes en el mercado en cuanto a que, al menos en el mediano plazo, no ocurrirán desequilibrios externos en la economía mexicana (FMI, 2001).

CONCLUSIONES

EN LOS PAÍSES subdesarrollados, la capacidad del Banco Central para manejar una política monetaria independiente, fundamental en un esquema de metas de inflación, se ve limitada por:

1. fuerte dependencia del señoreaje;
2. débiles mercados de capital;
3. sistemas bancarios frágiles;
4. procedimientos ineficientes de recaudación fiscal;
5. desigualdad en la distribución del ingreso;
6. inestabilidad política;
7. gran sensibilidad a las conmociones: una fuerte e inesperada depreciación cambiaria puede dificultar el logro de la meta;
8. la Secretaría de Hacienda, el Ministerio de Finanzas o la Tesorería, según el país de que se trate, pueden no estar de acuerdo con las políticas del banco central para alcanzar la meta;

9. las instituciones que determinan los salarios pueden no respaldar el logro de la meta.

La estabilidad financiera constituye un posible talón de Aquiles para la aplicación de sistemas de metas inflacionarias. Por tanto, se necesita flexibilidad para tener en cuenta acontecimientos extremos, y especialmente una severa inestabilidad financiera. Estos son acontecimientos que no pueden abordarse con los esquemas convencionales de metas de inflación. Las autoridades monetarias siguen el enfoque tradicional de aplicar metas inflacionarias con base en la *regla de Taylor*, según la cual la tasa de interés se fija en función de las desviaciones de la inflación pronosticada con respecto a su meta y la brecha de producción. La capacidad del banco central para perseguir una meta de inflación puede verse limitada si un incremento en las tasas de interés, necesario para restringir las condiciones monetarias, amenaza la salud de instituciones o mercados sistémicamente importantes, que estén muy apalancados o expuestos.¹⁵

De acuerdo con el esquema de meta inflacionaria, el banco central tiene la responsabilidad de alcanzar dicha meta; pero puede surgir un dilema si la viabilidad de varios grandes bancos depende en gran medida de las tasas de interés y al mismo tiempo el banco central tiene que restringir la política monetaria para alcanzar sus objetivos monetarios. Supuestamente, las herramientas que el banco central tiene para aplicar la política monetaria –las operaciones de mercado abierto– pueden también utilizarse para inyectar la liquidez adecuada en el sistema financiero para proteger al sistema financiero del colapso de bancos grandes y de cualquier contagio que pudiera ocurrir (Schinasi, 2003).

Bordo y Jeanne (2002) advierten sobre el peligro de que los bancos centrales lleguen a creer que todo lo que deben hacer es

¹⁵ El sistema bancario es el mecanismo de transmisión a través del cual la política monetaria actúa sobre la economía real. Si el sistema bancario está en problemas, será más difícil para el banco central proporcionar la liquidez que cree necesaria para alcanzar su objetivo monetario. Por esta sola razón, los bancos centrales tienen un interés natural en que las instituciones financieras sean sólidas y los mercados financieros, estables. Con este propósito los bancos centrales procuran mantener la estabilidad del sistema bancario, tener la capacidad de registrar los problemas en su etapa inicial y estar en situación de aplicar acciones correctivas (Schinasi, 2003).

perseguir metas de inflación. Esas instituciones no deben actuar como monetaristas radicales, ateniéndose rígidamente al cumplimiento de la meta de inflación, sin atender a las repercusiones sobre la producción y el empleo. En efecto, este esquema monetario olvida aspectos primordiales como el estímulo al crecimiento económico y la lucha contra las desigualdades sociales y de ingreso, si bien estas actividades competen directamente al gobierno y no al banco central.

La aplicación en México del sistema de metas de inflación anula las funciones redistributivas del gobierno, puesto que éste debe apoyar la consecución de la meta inflacionaria; a consecuencia de tal sistema, el desempleo formal y el empleo informal han aumentado; el crecimiento de las exportaciones se ha concentrado en las grandes corporaciones nacionales y extranjeras y en los sectores de uso intensivo de recursos naturales; igualmente se ha acentuado la pobreza, vinculada a la inseguridad laboral y a la volatilidad de los ingresos. Todo lo anterior se ha traducido en una mayor vulnerabilidad de la economía, si bien como se señaló anteriormente, esto no se puede atribuir totalmente al esquema de metas de inflación que data de hace apenas dos años. Empero, ante una situación así resulta incomprensible el empeño en cumplir con la meta de inflación, en vez de aplicar medidas para estimular el crecimiento económico y el empleo.

BIBLIOGRAFÍA

- AMATO, J.D., S. Gerlach y J. Hawkins (2003), *Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: a Survey and Issues*, BIS Papers.
- BANCO DE MÉXICO (2002), *Informe trimestral sobre la política monetaria*.
- (2002a), *Informe anual 2002*.
- (octubre-diciembre de 2001), *Informe sobre la inflación*.
- (octubre-diciembre de 2002), *Informe sobre la inflación*.
- (2003), *Informe trimestral sobre la política monetaria*.
- BERNANKE, B., T. Laubach, F. Mishkin, y A. Posen, (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Nueva Jersey, Princeton University Press.

- BORDO, Michael D. y Olivier Jeanne, *Monetary Policy and Asset Prices: Does "Benign Neglect" Make Sense?*, Washington, FMI, WP 02/225.
- CARARE, Alina, Andrea Schaechter, Mark Stone y Mark Zelmer, *Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting*, Washington, FMI, WP/02/102.
- CARARE, Aline y Mark R. Stone, *Inflation Targeting Regimes*, Washington, FMI, WP/03/9.
- EATWELL, John, Murray Milgate y Peter Newman (coords.) (1987), *The New Palgrave. A dictionary of Economics*, Londres, The McMillan Press Limited,
- FELDSTEIN, M. (ed.) (1999), *The Costs and Benefits of Price Stability*, Chicago, University of Chicago Press.
- FMI (28 de abril de 2003), *Boletín*, vol. 32, núm. 7, Washington.
- , *México, Financial System Stability* (julio 16 de 2001), Washington, FMI, Departamento de Asuntos monetarios y cambiarios y Departamento del Hemisferio Occidental.
- KÖHLER, Horst (febrero 28 de 2002), *Inflation Targeting*, Seminario del FMI sobre las implicaciones estadísticas de las metas de inflación, Washington, *Palabras para la inauguración*.
- MASSON, Paul R., Miguel A. Savastano y Sumil Sharma (octubre de 1997), *The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries*, Washington, FMI, *Working Paper 97/130*.
- MCCALLUM, B.T. (mayo de 1996), "Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden, the United Kingdom and in General", *NBER Working Paper 5579*, Cambridge, Massachusetts.
- MISHKIN, F.S. (1998), "The Dangers of Exchange-Rate Pegging in Emerging Market Countries", *International Finance*, 1: 81-101.
- (2000), "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", *American Economic Review*, 90.
- , F.S. y M. Savastano (2000), "Monetary Policy Strategies for Latin America", *NBER Working Paper 7617*.
- MISHKIN, F.S. y K. Schmidt-Hebbel (2000), *One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?*, Documento preparado para la conferencia del Banco Central de Chile sobre "Ten Years of Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges".
- PAGNOTTA, Emiliano S. (julio de 2002), *Elementos de análisis para la adopción de metas inflacionarias como estrategia monetaria*, Buenos Aires, Universidad de Buenos Aires y Flacso.

- RODRÍK, Dani (1989), "Promises, Promises: Credible Policy Reform Via Signaling", *Economic Journal*, 99, pp. 756-772.
- SCHINASI, Garry J. (2003), *Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets*, Washington, FMI, wp/03/121.
- SVENSSON, L.E.O. (1995), "The Swedish experience of an inflation target", *NBER Working Paper* núm. 4985, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- TAYLOR, J.B. (1985), "What would nominal GNP targeting do to the business cycle?", *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy* 22, pp. 61-84.
- TÖBIN, J. (1983), "Monetary Policy: Rules, Targets and Shocks", *Journal of Money, Credit and Banking* 15, pp. 506-518.

Un análisis sobre los canales de transmisión de la política monetaria en México

INTRODUCCIÓN

LA INESTABILIDAD en la relación entre los agregados monetarios y la inflación, aunada al hecho de que existen retardos entre la adopción de medidas de política monetaria y sus efectos en la economía real, en ocasiones generan consecuencias no esperadas o no deseadas. ¿Cómo saber qué efectos tendrá la adopción de una medida de política monetaria sobre la economía?, ¿cuánto tiempo tardarán en presentarse dichos efectos? Y, ¿de qué magnitud se espera que sean?, ¿los cambios en la política monetaria influyen en el producto en el corto plazo?, y, ¿en qué sentido? Las respuestas a estas preguntas se encuentran estrechamente vinculadas con los mecanismos de transmisión por los cuales opera la política monetaria.

El presente trabajo tiene como objetivo general identificar los principales mecanismos de transmisión a través de los cuales ha operado la política monetaria en México en el periodo de 1981 a 2001 y las repercusiones de ello tanto en la conducta de la autoridad monetaria como en los principales indicadores de la actividad económica (el nivel del producto por ejemplo).

El documento se encuentra estructurado de la siguiente manera. En el apartado que continúa se desarrolla un pequeño antecedente de la política monetaria en México en el periodo de estudio. En el segundo apartado se aborda la discusión teórica ortodoxa sobre los cuatro canales de transmisión de la política monetaria (el tipo de interés, el tipo de cambio, el precio de los activos y el crédito). En el tercer apartado se da un panorama general sobre los

trabajos empíricos desarrollados para economías industrializadas y en desarrollo, así como sus principales resultados. En el cuarto apartado se muestra que utilizando un sistema estándar como el desarrollado en Eichenbaum y Evans (1995) y Peersman y Smets (2001), se obtienen estimaciones aceptables de los efectos de la política monetaria en México; sin embargo, algunos de los resultados encontrados ponen en duda la validez de supuestos tales como la paridad del poder de compra y la paridad de los tipos de interés en el caso de México, este hecho cambia la manera de interpretar los canales de transmisión de la política monetaria. Asimismo, se comparan los resultados con los que otros autores han obtenido para economías como Estados Unidos y la Unión Europea. Finalmente en el último apartado se muestran las conclusiones.

LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO

DURANTE el periodo que va de 1984 a 1994 la meta principal del Banco de México fue mantener un cierto nivel del tipo de cambio, utilizado como ancla nominal de la economía. El gobierno siguió la política de depreciar el tipo de cambio nominal a un ritmo predeterminado. Antes de la crisis financiera de 1994 se fijaba mediante subasta una tasa de interés, con base en la cual el banco central conducía sus intervenciones para inyectar o retirar liquidez de la economía; la crisis trajo consigo una depreciación del tipo de cambio de más del 100 por ciento y una alta inflación que hizo imposible mantener dicho esquema. La credibilidad de la autoridad monetaria se vio muy dañada, las críticas se centraron en la falta de transparencia en la conducción de la política monetaria y la escasa información que la institución difundía.

Desde marzo de 1995 se decidió adoptar una política acomodaticia (respecto a la demanda de dinero) complementada con la libre flotación del tipo de cambio y una tasa de interés, para las operaciones diarias que mantiene el banco central (BC) con la banca comercial, determinada en el mercado; esta política permite que el Banco de México envíe señales cuantitativas al mercado de dinero

sin tener que determinar el nivel de la tasa de interés o del tipo de cambio. Las operaciones diarias del BC en el mercado de dinero se hacen efectivas en un contexto de cero requerimientos de reservas para las cuentas con los bancos comerciales, dentro de un margen de 28 días, cobrando al final del periodo una tasa punitiva equivalente a dos veces la Treasury Bill a aquellos bancos con saldos negativos. El Banco de México interviene diariamente con una suma equivalente a los saldos acumulados de los bancos al final del día, más una cantidad predeterminada anunciada el día anterior, este último elemento es crucial en el esquema; un objetivo cero en los saldos acumulados significa una política monetaria neutral, en tanto que un objetivo negativo, “un corto”, implica una restricción en las condiciones monetarias.

A partir de 1998, la política monetaria experimentó un cambio gradual hacia objetivos explícitos de inflación, orientando las acciones discrecionales a la consecución de objetivos de inflación de corto y mediano plazos; utilizando los “cortos” cuando se detectan presiones inflacionarias incongruentes con los objetivos fijados; para contrarrestar los efectos de los movimientos de los precios clave en la economía; y para restaurar el orden en los mercados cambiarios y de dinero, cuando sea necesario. También se estableció una nueva política de información al público sobre las acciones del banco central; se anunció en los programas monetarios el pronóstico trimestral y diario de la base monetaria.

En la transición hacia objetivos explícitos de inflación se ha cuestionado la efectividad de la política de saldos acumulados, una manera de evaluar dicha cuestión es a través del conocimiento de los principales mecanismos de transmisión que han operado en México.

MARCO TEÓRICO

EN LA LITERATURA teórica sobre el tema se han identificado principalmente cuatro canales de transmisión de la política monetaria, los cuales se detallan a continuación.

Canal del tipo de interés

Este mecanismo es la clave en los modelos keynesianos, se basa en el modelo IS-LM. Una política monetaria contraccionista propicia un aumento en la tasa de interés nominal que, mientras se ajustan los precios y las expectativas, genera un aumento en la tasa de interés real incrementando el costo del capital, por lo que la inversión en capital fijo disminuye, al igual que la inversión en bienes residenciales, bienes duraderos e inventarios, originando finalmente una disminución de la demanda agregada y del producto.¹

Canal del tipo de cambio

Sólo es aplicable para economías abiertas con un régimen de tipo de cambio flexible. Cuando la tasa de interés aumenta, los depósitos en moneda nacional son más atractivos respecto a las demás monedas, generando un aumento del flujo de capitales hacia el país, que conlleva a una apreciación de la moneda nacional, encareciendo el valor de los bienes y servicios nacionales respecto a los extranjeros, lo que en el corto plazo propicia una disminución en las exportaciones netas y por tanto en el producto agregado.²

Canal del precio de los activos

Autores como Meltzer consideran que la política monetaria puede tener un impacto sobre la actividad no financiera a través de sus efectos sobre diversos activos, que se pueden agrupar en las siguientes categorías: 1. base monetaria, la cual funciona como medio de cambio; 2. bonos y valores nominales, cuyo rendimiento es la tasa de interés nominal; y 3. el stock de capital real (terrenos, casas, bienes durables, maquinaria, etcétera) que tiene un rendimiento real. Existen dos teorías relacionadas con el canal del precio de los activos:

¹ Autores como Taylor consideran que el efecto de la tasa de interés en el gasto de los consumidores y en el gasto en inversión es muy fuerte.

² Para una explicación más detallada de este mecanismo véase Taylor (1995); y Obstfeld y Rogoff (1995).

La teoría q de Tobin sobre la inversión: al caer la oferta monetaria el público disminuye su gasto, reduciéndose la demanda por acciones, lo que ocasiona una baja en el precio de éstas. Para los keynesianos al disminuir la oferta monetaria se incrementa la tasa de interés, lo que hace más atractiva la inversión en bonos respecto de las acciones, ocasionando una caída en el precio de estas últimas. Al caer el precio de las acciones, el valor de mercado de las empresas será bajo en relación con el costo de capital, y por tanto se tendrá una desinversión en el sector productivo, lo que generará una caída del producto.

El efecto riqueza sobre el consumo: cuando el precio de las acciones ordinarias cae, también disminuye el valor de la riqueza financiera de los individuos, lo cual contrae sus recursos totales; este efecto repercute en una caída del consumo y finalmente del producto.

Canal del crédito

Enfatiza el papel de los problemas de agencia generados por los juegos asimétricos y la costosa ejecución de contratos. Considera que el efecto de la política monetaria sobre la tasa de interés se ve amplificando por los cambios endógenos en el costo de financiamiento que enfrentan las empresas.³ Se distinguen dos mecanismos dentro de este canal:

El mecanismo del crédito bancario; una política restrictiva disminuye las reservas y los depósitos bancarios⁴ incrementando el costo de atraer fondos, obligando a los bancos a contraer los préstamos a las pequeñas empresas y, a través de los efectos multiplicadores al resto del sector no financiero, por lo cual disminuye el gasto en inversión y, por ende, el producto.

³Una mayor descripción de este canal se encuentra en Bernanke y Gertler (1995). Estos autores miden el costo de financiamiento de las empresas a través de la "prima financiera externa", que se define como la diferencia entre los fondos generados externamente (como emisión de acciones o de deuda) y los fondos internos (retención de utilidades).

⁴"No se requiere que los bancos sean incapaces de reemplazar los depósitos perdidos... basta con que los bancos no enfrenten una demanda perfectamente elástica en sus operaciones de pasivos en el mercado abierto"; Bernanke y Gertler (1995: 41).

El mecanismo del balance general; una restricción monetaria debilita la posición financiera de la empresa, ya que al aumentar las tasas de interés también lo hará el gasto por concepto de intereses de corto plazo, reduciendo por una parte el flujo de efectivo neto y ocasionando una mayor fragilidad financiera en la empresa, y por otra parte, el alza en las tasas de interés generará una disminución en el valor de las acciones que traerá como consecuencia que la empresa sufra una reducción en las garantías que puede ofrecer para obtener préstamos. Los bancos enfrentarán más pérdidas por selección adversa y riesgo moral,⁵ ello ocasionará que disminuyan los préstamos que otorgan y este efecto se trasladará a la inversión y finalmente al producto.

La relevancia de los canales descritos varía de un país a otro, y dentro de un mismo país fluctúan con relación a los cambios que se experimentan en materia de regulaciones al sistema financiero, políticas monetarias y cambiarias, aperturas comerciales, organización industrial, el poder político de los diferentes grupos económicos, etcétera. La estructura financiera también puede incidir en la efectividad de los mecanismos descritos, al hacer variar la intensidad y velocidad con que los bancos y demás agentes económicos son afectados por las acciones de la autoridad monetaria y sus respuestas.

EVIDENCIA EMPÍRICA

LA METODOLOGÍA que se sigue en la mayoría de los trabajos examinados consta básicamente de dos partes:

1. Como primer paso se estima un modelo econométrico, principalmente vectores autorregresivos (VAR), con el objeto de capturar la dinámica de las relaciones existentes entre las principales variables macroeconómicas analizadas (tanto monetarias como reales).

⁵ La selección adversa se produce cuando los individuos que más activamente solicitan préstamos bancarios y tienen mayor probabilidad de ser seleccionados, son aquellos con mayor riesgo de no pagar el crédito. El riesgo moral se presenta cuando el prestamista tiene una alta probabilidad de que el prestatario incurra en actividades indeseables de alto riesgo que provoquen que no cumpla con sus pagos por concepto del préstamo.

2. La segunda etapa consta de análisis de funciones impulso-respuesta y descomposición de varianza, para identificar los shocks monetarios que ha experimentado la economía y valorar su impacto en el resto de las variables que incluye el modelo (tanto en magnitud del impacto como respecto a la velocidad con que se ha producido el mismo), así como la aportación que puede tener una variable monetaria al cambio que experimentan aquellas de mayor interés económico.

La comparación de la reacción de las diferentes variables permite identificar la forma en que la política monetaria afecta a la economía real; en tanto que el análisis de descomposición de varianza ayuda a comprender las principales fuentes de variación de las variables más relevantes para la economía.

En relación con los estudios realizados para los países industrializados, se ha encontrado que las imperfecciones del mercado crediticio juegan un papel relevante en el mecanismo de transmisión de la política monetaria y que los cambios en los instrumentos de la autoridad monetaria afectan más a los bancos pequeños y con menor liquidez; estos resultados enfatizan la importancia del canal crediticio.⁶ Por lo general el canal del tipo de cambio no es relevante para estas economías.

Para el caso concreto de la economía mexicana, además de la relevancia del *pass-through* del tipo de cambio a la inflación resaltada en el trabajo de Dubravko y Klau (2001), los trabajos empíricos de Copelman y Werner (1996) y Martínez, Sánchez y Werner (2001) han recalcado la importancia del canal crediticio, encontrando que los shocks del volumen de crédito tienen mayor repercusión en la demanda agregada que los shocks del tipo de cambio y la tasa de interés. En la siguiente página se presenta un cuadro con el resumen de los principales trabajos de carácter empírico sobre la materia para el caso de México (véase cuadro).

⁶Christiano, Eichenbaum y Evans (1996) han demostrado para la economía norteamericana que los flujos de efectivo de los diversos sectores económicos son sensibles a cambios en la política monetaria, con lo cual se da respaldo a la teoría crediticia del balance general.

EVIDENCIA PARA MÉXICO

<i>Autor y año</i>	<i>País y período</i>	<i>Metodología</i>	<i>VARIABLES UTILIZADAS</i>	<i>Resultados</i>
Copelman y Werner, 1996	México, datos mensuales 1984: 1-1994: 5	1. Modelo VAR. Causalidad de Granger, variables retrasadas 12 meses y dos <i>dummies</i> para periodos de devaluación. Análisis funciones imp-resp. y descomp. de varianza, horizonte de 12 y 24 meses.	1. var. crédito: préstamos a emp. no financieras, M2. Act. ec.: Índice Prod. Ind., Índice IBF. 3. Tasa de depreciación. 4. Tasa de interés real: CPP. 5. TCR, ajustado estac. y en log.	* El vol. del crédito y el dinero tienen un nivel de pronóstico muy fuerte para la actividad económica. * El canal crediticio es muy relevante para México; sus shocks se deben principalmente a la tasa de depreciación nominal. * Los shocks del vol. de crédito y de la depreciación nominal tienen mayor repercusión en la demanda agregada que los shocks de TCR y de la tasa de interés real.
Gil Díaz, 1998	México, datos diarios 1995: 9-1996: 12	Función de regresión para medir el efecto de cambios en los objetivos de saldos acumulados sobre la tasa de interés de CP.	1. Var. endóg.: tasa interbancaria prest. día a día. 2. Var. exóg.: rendim. bonos 30 años EU, TC, shock de liquidez, objetivo de saldos acumulados.	* Las tasas de interés de CP reaccionan a las señales que envía BM, pero no a los shocks de liquidez transitorios.

Martínez, Sánchez y Werner, les 1997: 5-2000: 5
2001

1. VAR. con cuatro ec.: curva Phillips, brecha del prod., función de reac., función del π ; análisis func. imp-resp y descomp. de var.
2. VAR dos sectores: bs. comercializables y no comerc. (π , infl. sector, r).
3. MCO del dif. tasas en función de la act. económica.
4. Efectos fijos para datos de panel, para evaluar los efectos de las tasas de interés en el crédito a proveedores.

* El canal tradicional si ha operado en Méx. En los últimos cuatro años, a pesar del limitado crédito bancario y ha incidido negativamente sobre la demanda agregada y los precios.

* Ha operado un canal adicional, el crediticio, reflejándose en que el incremento de la tasa real (r) aumenta el diferencial de tasa activa y pasiva, teniendo un efecto negativo en la brecha del producto después de cuatro meses.

* El aumento de r disminuye el crédito en forma directa o como contracción de la demanda agregada.

ANÁLISIS EMPÍRICO DE LOS EFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO

MODELIZAR los mecanismos de transmisión de la política monetaria es necesario por las siguientes razones: 1. un modelo econométrico puede ser utilizado para hacer pronósticos de las condiciones macroeconómicas futuras; 2. también se puede utilizar para analizar decisiones pasadas de política monetaria, especialmente en aquellos episodios vinculados a errores en la adopción de medidas monetarias; 3. las simulaciones econométricas son un soporte para comunicar las decisiones de cambios de políticas al público en general; y 4. dichos modelos pueden usarse para evaluar el grado de incertidumbre acerca del probable curso que tomaría la economía ante un shock de política monetaria.⁷

Se ha seleccionado la estimación de un modelo VAR para la economía mexicana, porque gran parte de la literatura en torno a este tema los utiliza, además de que estos modelos son fáciles de calcular a través de mínimos cuadrados ordinarios (MCO); los residuos de las ecuaciones pueden ser transformados en shocks estructurales para dar una interpretación económica a los resultados del modelo.

Se estimó el modelo con datos trimestrales expresados en logaritmos y ajustados estacionalmente (a excepción de las tasas de interés que se encuentran en niveles), del periodo del primer trimestre de 1981 al primer trimestre de 2001. Debido a que el Banco de México ha cambiado su principal instrumento a lo largo del periodo, se evaluó el efecto que tiene un shock debido a un incremento inesperado tanto en el tipo de cambio como en el tipo de interés. Se han utilizado las variables macroeconómicas que se consideran de mayor relevancia para analizar los efectos de la política monetaria: 1. para medir el nivel de actividad económica se utilizó el producto interno bruto real (LPIBR) a precios de 1993; 2. el efecto del crecimiento de los precios se capturó a través del índice nacio-

⁷Se puede encontrar una descripción de la eficiencia del uso de modelos VAR y una comparación entre éstos y los modelos estructurales, utilizados anteriormente, en D'Arnato y Gerlach (2001).

nal de precios al consumidor con año base de 1993 (LINPC); 3. como medida del dinero se optó por utilizar la base monetaria o dinero de alto poder (LBASMON); 4. la principal tasa de interés son los Certificados de la Tesorería, se optó por tomar dicha tasa con un rendimiento anualizado a 90 días (CETE90), como uno de los instrumentos del BC; 5. como otro instrumento de control monetario se utilizó el tipo de cambio, medido a través del tipo de cambio real efectivo con base 1993 (LTCREF); 6. como medida de control del crecimiento de precios debido a factores distintos a los especificados en el modelo, tales como las perturbaciones que afectan la determinación de los precios de productos agrícolas, se incorporó el índice de precios agrícolas base 1993 (LINPAGRIC); 7. para controlar los cambios en la demanda mundial se introdujeron el PIB real de Estados Unidos (LPIBEUR) y la tasa de interés Treasury-Bill a 90 días (REU), la inclusión de estas variables ayuda a resolver el llamado Price Puzzle.⁸

Metodología

La formulación de un modelo VAR sin restringir consiste en hacer una regresión para cada una de las variables contemporáneas del modelo sobre todas las variables rezagadas un cierto número de periodos: $Y_t = \Sigma AY_{t-l} + \varepsilon_t$, donde Y es un vector que incluye las variables exógenas y endógenas del modelo y ε es el vector de los términos de perturbación, que está correlacionado contemporáneamente, pero no existe autocorrelación. Como las variables del modelo por definición no se encuentran correlacionadas con el término de perturbación, éste se puede estimar consistentemente mediante MCO. La matriz de covarianzas de las perturbaciones se obtiene a partir de la media de la suma de cuadrados o productos cruzados de los residuos MCO.

⁸El primero en utilizar este término fue Sims (1992). El Price Puzzle se refiere a la evidencia empírica que se ha encontrado en modelos VAR, que consiste en que un aumento en el nivel de precios se da como resultado de una restricción en las condiciones monetarias, como el incremento en las tasas de interés.

Empleando un sistema de identificación estándar al estilo del de Eichenbaum y Evans (1995) y Peersman y Smets (2001), el modelo para la economía mexicana tiene la siguiente representación:

$$Y_t = A(L)Y_{t-1} + B(L)X_t + v_t$$

Donde Y representa las variables endógenas del modelo: LPIBR, LINPC, LBASMON, CETE90 y LTCREF. X es el vector de variables exógenas, que incluye: LINPAGRIC, LPIBEUR y REU. Se supone que no hay realimentación de las variables externas hacia las variables de la economía mexicana, aun así puede que algunos de los efectos anteriormente mencionados no queden completamente recogidos en las variables exógenas, por lo que serán absorbidos por el término de perturbación de la ecuación del LINPC. El modelo VAR está estimado en niveles, asumiendo que se dan relaciones de integración entre las variables, ya que éstas son de orden de integración 1.⁹ El orden de rezagos para el modelo, que es de 3, se obtuvo a través de la minimización de los criterios de información Akaike y Schwartz. En el anexo 1 se presenta el modelo.

Para hacer más fácil la interpretación del modelo en materia de política económica, se ha hecho usual la práctica de ortogonalizar las innovaciones del modelo principalmente a través de la descomposición de Cholesky, que invierte las matrices de covarianzas de las perturbaciones, de tal manera que el término de perturbación ya no esté correlacionado contemporáneamente; así las ecuaciones del sistema se pueden analizar en forma separada.¹⁰

Generalmente los análisis de política económica se refieren al impacto que tiene un shock aleatorio en el sistema.¹¹ Las funciones impulso-respuesta, trazan el efecto de un shock de una desviación estándar de una de las innovaciones del sistema sobre los valores contemporáneos y futuros de las variables endógenas. A

⁹El modelo cuenta con una constante y una tendencia lineal.

¹⁰La formulación matricial de la descomposición de Cholesky se puede consultar en Greene (1999: 38).

¹¹Un problema con este tipo de análisis, especialmente cuando se utiliza la descomposición de Cholesky, es que los resultados son sensibles al orden que tienen las ecuaciones en el modelo VAR.

continuación se presentan los resultados de la estimación del modelo VAR para la economía mexicana y las funciones impulso-respuesta que muestran el comportamiento de las principales variables macroeconómicas ante shocks monetarios.

Principales resultados

En el modelo que se presenta en el anexo 1, la función de la tasa de interés (CETE90) se puede interpretar como la función de reacción del Banco de México, que obedece principalmente a variaciones en el tipo de cambio real efectivo, lo cual resulta congruente si consideramos que la mayor parte del periodo de estudio el objetivo de la institución era mantener un cierto nivel de tipo de cambio. La función del índice de precios se puede interpretar como una curva de Phillips, donde se observa que el comportamiento del nivel de precios está principalmente determinado por la evolución de la propia variable en periodos anteriores, el nivel de actividad económica y el tipo de cambio real efectivo, como era de esperarse ya que este último causa en el sentido de Granger la inflación.¹²

Se ha definido un shock contraccionista de la política monetaria de dos maneras:

1. Como una desviación positiva de la tasa de interés de su nivel promedio obtenido a través de la estimación de la función de reacción del Banco de México.
2. Como un aumento de una desviación estándar del tipo de cambio real efectivo de su senda.

Los shocks de política monetaria se han identificado a través de una descomposición de Cholesky con el siguiente orden de triangulación: LPIBR, LTCREF, LINPC, LBASMON, CETE90. Implícitamente se impone la restricción de que la tasa de interés afecta al tipo de cambio con un trimestre de rezago. También se asume que

¹²Para ver un examen más detallado de la relación entre el tipo de cambio y la inflación véanse Mántey (2001); y Dubravko y Klau (2001).

los shocks de política monetaria no tienen un impacto contemporáneo sobre el nivel de actividad económica, y que un shock transitorio en el tipo de cambio real genera un cambio inmediato en la cantidad de dinero que circula en la economía y en la tasa de interés. Estos supuestos son acordes con una economía pequeña, abierta y con libre movilidad de capitales, como México; sin embargo, se comprobó que los resultados son robustos frente a distintos órdenes de las variables.¹³

Los resultados de las funciones impulso-respuesta ante un shock de política monetaria se encuentran en los anexos 2A y 2B. Los efectos ante un aumento de la tasa de interés de ocho puntos porcentuales son acordes con los obtenidos por Martínez, Sánchez y Werner (2001), hay una contracción del producto significativa después de seis meses, el tipo de cambio real también se aprecia, aunque en el presente modelo el efecto es más rápido, de menor magnitud y duración; esta evidencia es muestra de que el canal tradicional (el del tipo de interés) ha operado en la economía mexicana en el periodo de estudio. Sin embargo, para los autores mencionados la inflación se reduce a partir del octavo mes y el efecto es permanente, en tanto que en este trabajo no se observa un efecto contractivo sino hasta un año después del incremento en los tipos de interés y varios trimestres posteriores a la caída del producto.¹⁴ Un incremento inesperado en la tasa de interés de corto plazo de ocho puntos porcentuales no es suficiente si se quiere impactar de manera significativa la evolución de los precios, debido a que la inflación inercial es muy fuerte en México y que los precios son rígidos, otra posible explicación es que no se cumple la teoría de la paridad del poder de compra y la estabilidad de los precios se logra a través de la sobrevaluación de la moneda.¹⁵

¹³Un ordenamiento similar para el caso mexicano se encuentra en Copelman y Werner (1996).

¹⁴Se puede decir incluso que se observa el llamado Price Puzzle durante el primer año. Debido tal vez a que las variables exógenas introducidas en el modelo no absorben totalmente las perturbaciones en la determinación de precios tales como el de los bienes públicos o el petróleo; por lo que éstas quedan recogidas en el término de error de la ecuación del LINPC.

¹⁵Un desarrollo teórico sobre este punto se puede encontrar en Vernengo (2001).

Ante una depreciación del tipo de cambio real efectivo de nueve puntos base, el PIB real se reduce inmediatamente en el segundo trimestre como efecto de la contracción en la demanda agregada, debido a que la economía tiene una gran parte de su deuda interna denominada en dólares y con el incremento del tipo de cambio también aumentan los intereses de la deuda externa. Los precios aumentan inmediatamente debido a que los mexicanos comúnmente asocian depreciaciones con procesos inflacionarios y con el incremento de los costos, ya que muchas empresas mexicanas trabajan con insumos importados; el efecto desaparece en el sexto trimestre. El aumento en la tasa de interés de hasta 2.5 puntos porcentuales por encima de su nivel inicial para el segundo trimestre puede estar generado por el deterioro de las expectativas de inflación del público y está acorde con la restricción monetaria que sigue a un episodio devaluatorio. La evidencia obtenida refleja un marcado *pass-through* en México, como lo han documentado otros autores.

A excepción del comportamiento del nivel de precios, los resultados de un shock monetario están en concordancia con el consenso sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Al igual que el estudio de Peersman y Smets (2001) para las economías norteamericana y europea, se obtiene que un incremento en la tasa de interés nominal precede la apreciación inmediata del tipo de cambio real y la caída del producto, que alcanza el mínimo después del tercer trimestre y retorna lentamente a su senda. Sin embargo, Peersman y Smets encuentran que para las economías desarrolladas el efecto en los precios es más rápido y más persistente. En general, una diferencia que parece distinguir el mecanismo de transmisión en México respecto a otras economías más desarrolladas es que el canal de tipo de cambio es más importante que el canal del tipo de interés. En la economía mexicana existe un elevado *pass-through*, mientras que en Estados Unidos y la Unión Europea hay evidencia de la poca importancia de este factor.

Con el fin de determinar cuál de los componentes del PIB dirige su caída ante una perturbación inesperada de política monetaria,

se incluyeron en el modelo original como variables endógenas y de manera separada: el consumo privado (LCONSPRIV), la inversión medida a través de la formación bruta de capital fijo (LFBKF) y las exportaciones denominadas en dólares (LXUSD). En el anexo 3 se observa que ante un shock de política monetaria contraccionista, la respuesta de la inversión es cuatro veces mayor a la del consumo privado y de igual magnitud a la disminución que experimenta el producto, lo que demuestra que la caída del producto está dirigida principalmente por la reducción de la inversión, contrario a lo que ocurre en la economía estadounidense, donde la caída del PIB depende del consumo. El comportamiento de las exportaciones ante un incremento de la tasa de interés es el esperado, al apreciarse la moneda disminuye este rubro instantáneamente, la razón es que los bienes nacionales se hacen menos competitivos respecto a los producidos internacionalmente. Los resultados obtenidos reflejan que la principal causa de la caída del producto es la disminución de la inversión, lo que concuerda con la evidencia obtenida por Peersman y Smets (2001) para la Unión Europea.

Con el objetivo de evaluar canales de transmisión diferentes a los tradicionales, también aquí se extendió el modelo básico, introduciendo al final del ordenamiento como variables endógenas el financiamiento otorgado por la banca comercial y de desarrollo al sector privado no financiero (LFINSPRIV) y el diferencial de la tasa activa menos la pasiva (DIPTACPAS) para analizar el llamado canal crediticio y el índice de precios de los activos (LINPA) para estudiar la importancia del canal del precio de los activos. En el anexo 4 se observan las funciones impulso-respuesta resultantes. Las gráficas evidencian que tras una restricción monetaria se endurecen las condiciones crediticias; sin embargo, el efecto no repercute en el nivel de financiamiento.¹⁶ Un factor que puede estar afectando la operación de un canal crediticio es que el financiamiento puede estar más influido por conceptos como las ventas netas o la utilidad de las empresas, que por la tasa de interés. Para

¹⁶Estos resultados son contrarios a los obtenidos por otros autores para México. Copelman y Werner (1996) y Martínez, Sánchez y Werner (2001) han encontrado, a través de otras metodologías, que el canal del crédito es importante. Estos últimos utilizan el método de efectos fijos para datos de panel.

algunos teóricos, como los poskeynesianos y los circuitistas, el racionamiento del crédito se da por el deterioro de la solvencia de las empresas, la naturaleza de los activos que sirven como colateral y la duración del préstamo; dichos factores no se encuentran en función de la demanda por crédito o de los ciclos económicos.

Estudios empíricos para economías industrializadas, como Estados Unidos o la Unión Europea, han obtenido evidencia favorable de la importancia del canal del crédito. Tal es el caso de los trabajos de Mojon y Peersman (2001) y Christiano, Eichenbaum, y Evans (1996), entre otros.

Respecto al comportamiento del precio de los activos, efectivamente se observa que disminuyen después de un incremento en la tasa de interés nominal. Sin embargo, el efecto es pequeño y desaparece con relativa rapidez, por lo que no podemos afirmar que el canal del precio de los activos sea relevante para la economía mexicana; a diferencia de la evidencia obtenida por Peersman y Smets (2001) para la Unión Europea, donde tras un incremento en la tasa de interés se observa una caída rápida y de gran magnitud en el precio de las acciones.

Los resultados obtenidos son congruentes con un punto de vista heterodoxo,¹⁷ en el cual este canal no es de importancia, de hecho es inexistente; para estos teóricos las innovaciones financieras son un fenómeno *ex post* que surge al final del circuito monetario, es decir, una vez que se han realizado las inversiones productivas y se ha generado el ingreso correspondiente, el cual se divide en consumo y ahorro. La parte de dicho ahorro que se dedica a la actividad bursátil no tiene influencia alguna sobre las decisiones de inversión, ya que esta última se lleva a cabo al principio del circuito y la actividad bursátil tiene lugar al final de éste.

CONCLUSIONES

LA PRINCIPAL contribución de este trabajo de investigación estriba en que se hace un análisis de los principales mecanismos de trans-

¹⁷ Por heterodoxo hacemos referencia a la postura que tienen tanto los teóricos poskeynesianos horizontalistas como los circuitistas. Para una mayor descripción de estas teorías véase Rochon, Louis-Philippe (1999).

misión de la política monetaria en México en un periodo largo de tiempo (20 años) y se estudia la relevancia de los cuatro canales teóricos más importantes.

Se ha modelado a través de un sistema de vectores autorregresivos (VAR) los efectos de los shocks de política monetaria en las principales variables de la economía mexicana para el periodo comprendido entre el primer trimestre de 1981 y el primer trimestre de 2001. Se encontró que a partir de un esquema de identificación estándar similar al utilizado por Peersman y Smets (2001) se obtienen funciones de respuesta al impulso congruentes con el consenso sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

El hecho de que es mayor y más persistente el efecto sobre los precios y el PIB debido a un shock del tipo de cambio real que el generado por un shock de la tasa de interés, nos confirma la existencia de un elevado *pass-through* en México. La evolución de las principales variables macroeconómicas ante la depreciación de la moneda podría ser evidencia de que no se está cumpliendo con supuestos tales como el de la paridad del poder de compra y el de la paridad de los tipo de interés, y que el BC puede influir sobre el nivel del tipo de cambio para alcanzar sus objetivos, logrando estabilizar los precios a través de la sobrevaluación de la moneda. La tasa de depreciación tiene fuertes efectos sobre la inflación y la función primaria de la autoridad monetaria se centra en la estabilidad del nivel de precios a expensas de una sobrevaluación de la moneda, dependiendo fuertemente de los flujos internacionales de capital. De esta forma, la tasa de interés nominal tiende a reflejar la inflación, la cual está positivamente relacionada con el tipo de cambio real y no a la inversa, como marca la teoría de la paridad de los tipos de interés.¹⁸ La experiencia en Estados Unidos y la Unión Europea es totalmente distinta, en estas

¹⁸ Para una mayor descripción de esta postura véanse Guadalupe Mántey y Noemí Levy (2003). En este trabajo se encuentra evidencia empírica de que el tipo de cambio causa en el sentido de Granger a la inflación y no en sentido contrario, así como que las variaciones en el tipo de cambio causan en el sentido de Granger a las tasas de interés y no a la inversa. Estos resultados ponen en duda la validez para el caso de México de la teoría de la paridad del poder de compra y de la teoría de la paridad de los tipos de interés. Vernengo Matías (2001); Dubravko y Klau (2001) han encontrado que en las economías emergentes las fluctuaciones en el tipo de

regiones el canal del tipo de cambio para la transmisión de la política monetaria es débil.

La falta de evidencia en apoyo del canal crediticio en México se debe a que las empresas obtienen su financiamiento principalmente del mercado externo y del crédito que les otorgan los proveedores, además de que la oferta de crédito en México parece estar más influida por aspectos tales como la percepción de la banca comercial sobre los rendimientos futuros de las empresas y su solvencia que por cuestiones como los ciclos económicos o la demanda por crédito.

Por lo expuesto anteriormente, se puede decir que en México los mecanismos de transmisión más importantes a través de los cuales ha operado la política monetaria en los últimos 20 años son el canal de la tasa de interés y el del tipo de cambio. Dado el elevado *pass-through* del tipo de cambio a la inflación presente en la economía mexicana, la política monetaria seguida por el Banco de México debe estar encaminada a evitar excesivas fluctuaciones en el tipo de cambio, mitigando potenciales efectos desestabilizadores.

Una de las principales críticas de los modelos VAR sin restricciones es que carecen de sustento teórico, por esta razón se pretende, en futuras investigaciones, realizar un análisis de las relaciones de largo plazo entre las principales variables estudiadas, para poder imponer restricciones sobre su comportamiento. A partir de ahí se construirá un modelo VAR estructural, acorde con la realidad de la economía mexicana, donde algunos estudios han demostrado que no se cumplen los supuestos de paridad del poder de compra y paridad de los tipos de interés.

Como se ha mencionado, la efectividad de los canales de transmisión guarda estrecha relación con los cambios que se experimentan en materia de regulaciones al sistema financiero, políticas monetarias y cambiarias, aperturas comerciales, organización industrial, la estructura financiera, etcétera. Un paso posterior

cambio están altamente correlacionadas con la inflación. Estos autores también obtuvieron para México una alta elasticidad del tipo de cambio respecto a la inflación lo que evidencia que el *pass-through* es completo.

ANEXO 1
MODELO VAR PARA MÉXICO

	LPIBR	LTCREF	LINPC	LBASMON	CETE90
LPIBR(-1)	0.4623 (-0.12695)	-0.3455 (-0.78609)	0.0875 (-0.15447)	0.4397 (-0.6458)	-69.6919 (-93.208)
LPIBR(-2)	0.4236 (-0.12656)	-0.4837 (-0.78366)	0.3172 (-0.15399)	-0.1649 (-0.6438)	38.3047 (-92.9195)
LPIBR(-3)	-0.2936 (-0.11677)	-0.0941 (-0.72307)	-0.2015 (-0.14208)	-1.1768 (-0.59402)	-48.8560 (-85.7354)
LTCREF(-1)	-0.0939 (-0.02181)	0.5916 (-0.13504)	0.1228 (-0.02654)	-0.1333 (-0.11094)	29.8365 (-16.0119)
LTCREF(-2)	0.0276 (-0.02937)	0.0407 (-0.18188)	-0.0072 (-0.03574)	0.1034 (-0.14942)	-15.5836 (-21.566)
LTCREF(-3)	0.0220 (-0.02562)	-0.3269 (-0.15863)	-0.0267 (-0.03117)	-0.2026 (-0.13032)	-5.3054 (-18.8084)
LINPC(-1)	-0.0251 (-0.12473)	-1.0815 (-0.77235)	0.9529 (-0.15177)	0.6879 (-0.63451)	3.4811 (-91.5789)
LINPC(-2)	0.1279 (-0.17042)	1.6120 (-1.05523)	-0.1944 (-0.20735)	-0.4555 (-0.8669)	-52.5038 (-125.12)
LINPC(-3)	-0.1269 (-0.11132)	-1.3346 (-0.68932)	-0.0890 (-0.13545)	-0.5074 (-0.56629)	-87.8422 (-81.7332)
LBASMON(-1)	0.0102 (-0.02733)	-0.4024 (-0.16923)	-0.0415 (-0.03325)	0.5653 (-0.13903)	-17.1755 (-20.0662)

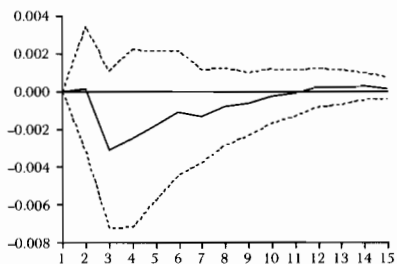
<i>LBASMON(-2)</i>	-0.0217 (-0.03156)	0.0931 (-0.19539)	0.0256 (-0.03839)	0.1560 (-0.16052)	-20.6691 (-23.1681)
<i>LBASMON(-3)</i>	-0.0071 (-0.02904)	0.0075 (-0.17979)	0.0000 (-0.03533)	0.0904 (-0.1477)	25.2149 (-21.3178)
<i>CETE90(-1)</i>	0.0000 (-0.00022)	-0.0007 (-0.00137)	0.0003 (-0.00027)	-0.0007 (-0.00113)	0.0230 (-0.16251)
<i>CETE90(-2)</i>	-0.0004 (-0.00021)	-0.0001 (-0.0013)	0.0000 (-0.00026)	-0.0005 (-0.00107)	-0.2127 (-0.15396)
<i>CETE90(-3)</i>	-0.0002 (-0.00017)	-0.0005 (-0.00105)	0.0000 (-0.00021)	0.0003 (-0.00086)	-0.0605 (-0.12419)
<i>C</i>	4.1214 (-2.25035)	10.9858 (-13.9343)	-4.5958 (-2.73806)	22.0140 (-11.4474)	-1852.7080 (-1652.21)
<i>TEND</i>	0.0028 (-0.00131)	0.0156 (-0.00813)	0.0011 (-0.0016)	0.0210 (-0.00668)	-0.0608 (-0.96444)
<i>LINPAGRIC</i>	0.0204 (-0.04719)	0.9066 (-0.29222)	0.3007 (-0.05742)	0.3332 (-0.24007)	126.8336 (-34.649)
<i>LPIBEUR</i>	0.2151 (-0.15295)	0.8274 (-0.94705)	0.1826 (-0.18609)	-0.8582 (-0.77802)	356.5612 (-112.293)
<i>REU</i>	0.0010 (-0.0018)	-0.0169 (-0.01114)	-0.0098 (-0.00219)	0.0047 (-0.00915)	-3.3879 (-1.32092)
R-squared	0.9898	0.7920	0.9999	0.9977	0.8219
Akaike Information Criteria		-5.558494			
Schwarz Criteria		-2.602384			

Nota: Errores estándar entre paréntesis.

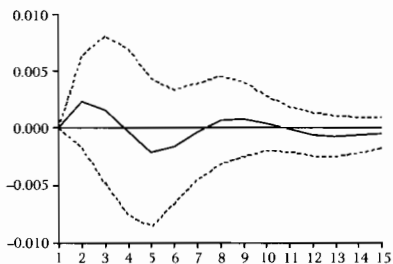
ANEXO 2A

IMPACTO DE UN AUMENTO DE UNA DESVIACIÓN ESTÁNDAR EN LA TASA DE INTERÉS

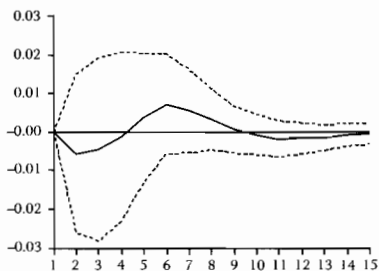
Response of LPIBR to One S.D.
CETE90 innovation



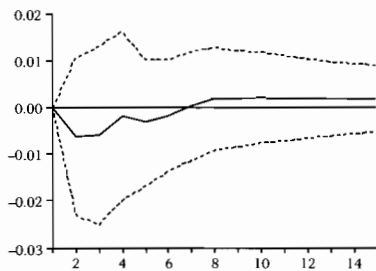
Response of UNPC to One S.D.
CETE90 innovation



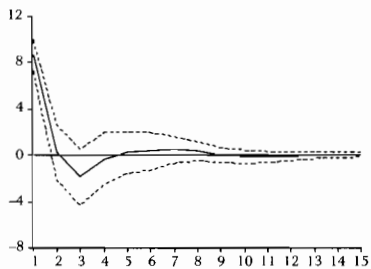
Response of LTCREF to One S.D.
CETE90 innovation



Response of LBASMON to One S.D.
CETE90 innovation



Response of CETE90 to One S.D.
CETE90 innovation

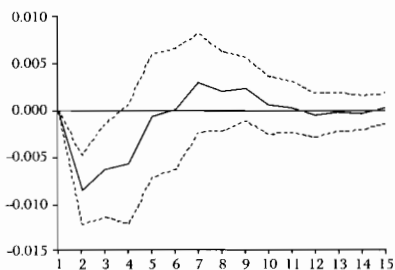


Notas: Las líneas punteadas representan las bandas de confianza equivalentes a ± 2 desviaciones estándar.

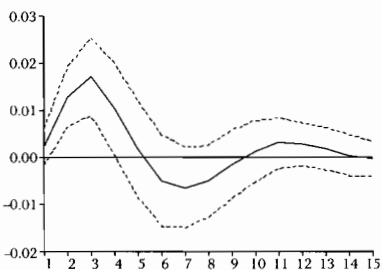
ANEXO 2B

IMPACTO DE UNA DEPRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO

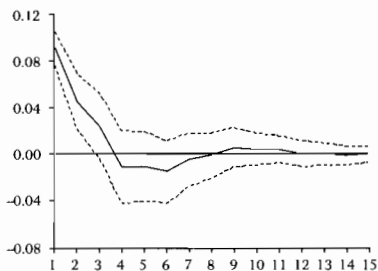
**Response of LPIBR to One S.D.
LTCREF innovation**



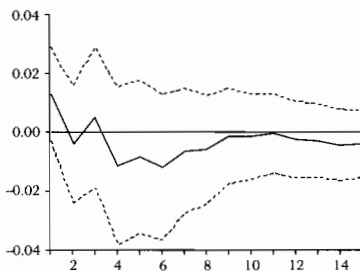
**Response of UNPC to One S.D.
LTCREF innovation**



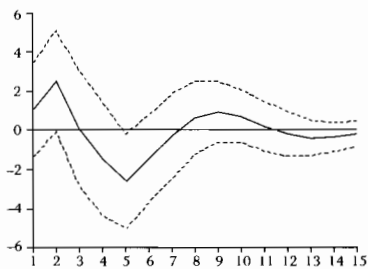
**Response of LTCREF to One S.D.
LTCREF innovation**



**Response of LBASMON to One S.D.
LTCREF innovation**



**Response of CETE90 to One S.D.
LTCREE innovation**

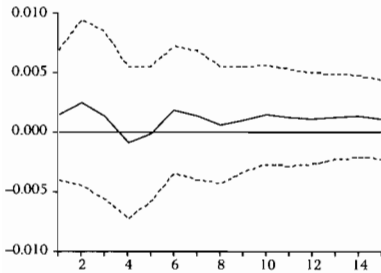


Notas: Las líneas punteadas representan las bandas de confianza equivalentes a +/-2 desviaciones estándar.

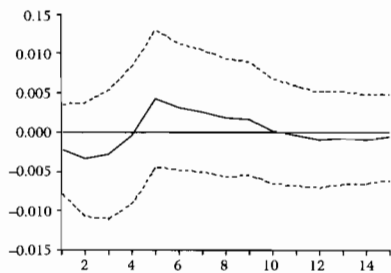
ANEXO 3

IMPACTO DE UN SHOCK MONETARIO EN LOS COMPONENTES DEL PIB

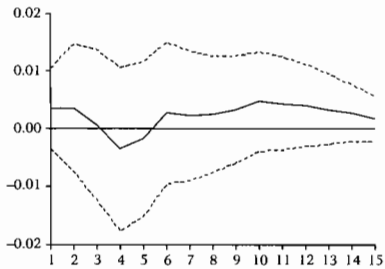
Response of LCONSPRIV to One S.D.
CETE90 innovation



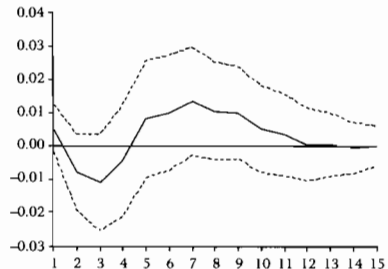
Response of LCONSPRIV to One S.D.
LTCREF innovation



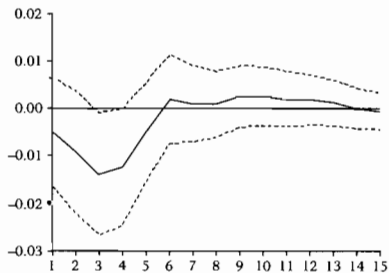
Response of LFBKE to One S.D.
CETE90 innovation



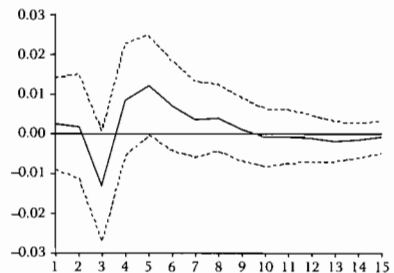
Response of LFBKE to One S.D.
LTCREF innovation



Response of LXUSD to One S.D.
CETE90 innovation



Response of LXUSD to One S.D.
LTCREF innovation

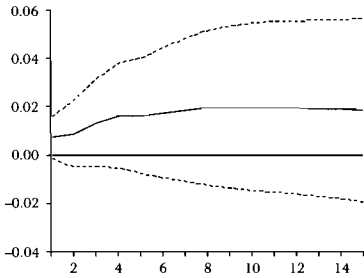


Notas: Las líneas punteadas representan las bandas de confianza equivalentes a ± 2 desviaciones estándar.

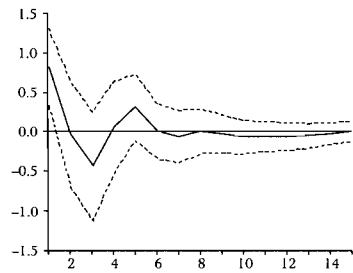
ANEXO 4

IMPACTO DE UN SHOCK MONETARIO EN EL CRÉDITO Y EN EL PRECIO DE LOS ACTIVOS

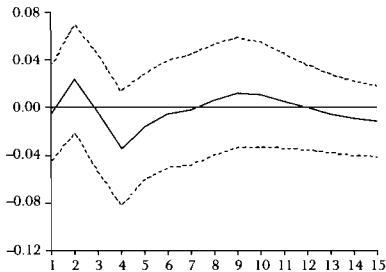
Response of LEINSPRIV to One S.D.
CETE90 innovation



Response of DIFTACPAS to One S.D.
CETE90 innovation



Response of LINPA to One S.D.
CETE90 innovation



Notas: Las líneas punteadas representan las bandas de confianza equivalentes a ± 2 desviaciones estándar.

lógico sería el análisis de la estructura financiera del país, sus cambios en el periodo de 1981 a 2001 y su influencia en la importancia de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, especialmente el crediticio.

BIBLIOGRAFÍA

ANGELONI, I., A. Kashyap, Mojon, B. y D. Terlizzese (2002), *Monetary transmission in the euro area: Where do we stand?*, European Central Bank, w.p. núm. 114.

- BERNANKE, B. y I. Mihov (1998), "Measuring monetary policy", *Quarterly Journal of Economics*, vol. CXIII, núm. 454, pp. 869-900.
- BERNANKE, B. y M. Gertler (1995), "Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, núm. 4, pp. 27-48.
- BULLARD, J. y K. Mitra (2000), *Learning about monetary policy rules*, Federal Reserve Bank of St. Louis, w.p. núm. 1.
- CAMPA, J.M. y L. Goldberg (1995), *Investment, pass-through and exchange rate: A cross-country comparison*, NBER, w.p. núm. 5139.
- CECCHETTI, S. y M. Ehrmann (1999), *Does inflation targeting increase output volatility? An international comparison of policymakers' preferences and outcomes*, NBER, w.p. núm. 7426.
- (1999), "Legal structure, financial structure and the monetary policy transmission mechanism", *Economic Policy Review*, FRBNY, vol. 5, núm. 2, pp. 9-28.
- CHAREMZA, W. y D. Deadman (1993), *New directions in econometric practice. General to specific modeling, cointegration and vector autoregression*, ed. Edward Elgar Publishing Limited, University Press, Cambridge.
- CHRISTIANO, L., M. Eichenbaum y Ch. Evans (1996), "The effects of monetary policy shocks: Evidence from the flow of funds", *The Review of Economics and Statistics*, vol. LXXVIII, núm. 1, pp. 17-34.
- CLARIDA, R., J. Gali y M. Gertler (2000), "Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory", *Quarterly Journal of Economics*, vol. CXV, núm. 460, pp. 147-180.
- COPELMAN, M. y A. Werner (1996), "El mecanismo de transmisión monetario en México", *El Trimestre Económico*, pp. 75-104.
- D'ARNATO, J. y S. Gerlach (2001), "Modeling the transmission mechanism of monetary policy in emerging market countries using prior information", *Modeling aspects of the inflation process and the monetary transmission mechanism in emerging market countries*, BIS, paper núm. 8, pp. 272-280.
- DEDOLA, L. y F. Lippi (2000), *The monetary transmission mechanism: evidence from the industries of five OECD countries*, CEPR, discussion paper núm. 2508.
- DHAR, S., D. Pain y R. Thomas (2000), *A small structural empirical model of the UK monetary transmission mechanism*, Londres, Bank of England
- DUBRAVKO, M. y M. Klau (2001), "A note on the pass-through from exchange rate and foreign price changes to inflation in selected market economies", *Modeling aspects of the inflation process and the monetary*

- transmission mechanism in emerging market countries*, BIS, paper núm. 8, pp. 77-89.
- EICHENBAUM, M. y C. Evans (1995), "Some empirical evidence on the effects of shocks to monetary policy on exchange rate", *Quarterly Journal of Economics*, pp. 975-1009.
- EHRMANN, E., L. Gambacorta, J. Martínez-Pagés, P. Sevestre y A. Worms (2001), *Financial system and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area*, European Central Bank, w.p. núm. 105.
- KING, R. y M. Watson (1996), "Money, prices, interest rate and the business cycle", *The Review of Economics and Statistics*, vol. LXXVIII, núm. 1, pp. 35-53.
- GIL DÍAZ, F. (1998), *Monetary policy and its transmission channels in Mexico*, BIS, policy paper núm. 3.
- GREENE, W. (1999), *Análisis econométrico, tercera edición*, ed. Prentice Hall, Madrid.
- KASHYAP, A. y J. Stein (2000), "What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy", *The American Economic Review*, vol. 90, núm. 3, pp. 407-428.
- y D. Wilcox (1993), "Monetary policy and credit conditions: evidence from the composition of external finance", *American Economic Review*, vol. 83, núm. 1, pp. 78-98.
- KHAMIS, M. y A. Leone (1999), *Can currency demand be stable under a financial crisis? The case of Mexico*, IMF, w.p. núm. 53.
- MARTÍNEZ, L., O. Sánchez y A. Werner (2001), *Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México*, Banxico, doc. de investigación núm. 2.
- MÁNTEY, G. y N. Levy (2003), *Monetary policy in emerging economies with exchange rate pass-through inflation and oligopolistic banking*, por publicarse.
- (2001), "Las teorías del nivel de precios y sus condicionantes institucionales en economías emergentes: los casos de México y Corea", ponencia presentada en el seminario teórico internacional Principales Aportes al Pensamiento Económico en el Siglo xx, organizado por la revista *Problemas del Desarrollo*, México, D.F.
- MCCALLUM, B. (1999), *Analysis of the monetary transmission mechanism: methodological issues*, IMF, w.p. núm. 7395.
- MCCARTHY, J. (1999), *Pass-through of exchange rate and import prices to domestic inflation in some industrialized economies*, BIS, w.p. núm. 79.

- MELTZER, A. (1995), "Credit and transmission processes: a monetarist perspective", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, núm. 4, pp. 49-72.
- MIHOV, I. (2001), "One monetary policy in EMU", *Economic Policy*, vol. 16, núm. 33, pp. 396-406.
- MISHKIN, F. (2001), *The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy*, NBER, w.p. núm. 8617.
- (1995), "Symposium on the monetary transmission mechanism", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, núm. 4, pp. 3-10.
- MOHANTY, M. y M. Klau (2001), "What determines inflation in emerging market economies?", *Modeling aspects of the inflation process and the monetary transmission mechanism in emerging market countries*, BIS, paper núm. 8, pp. 1-38.
- MOJON, B. y G. Peersman (2001), *A VAR description of the effects of monetary policy in the individual countries of the euro area*, European Central Bank, w.p. núm. 92.
- MONETARY POLICY COMMITTEE (1999), *The transmission mechanism of monetary policy*, Bank of England, May Quarterly Bulletin.
- OBSTFELD, M. y K. Rogoff (1995), "The mirage of fixed exchange rate", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, núm. 4, pp. 73-96.
- PEERSMAN, G. y F. Smets (2001), *The monetary transmission mechanism in the euro area: More evidence from VAR analysis*, European Central Bank, w.p. núm. 91.
- PÉREZ, A. y M. Schwartz (1999), *Inflación y ciclos económicos*, Banxico, doc. de investigación núm. 4, p. 29.
- RAMOS, R., M. Clar y J. Suriñach (2002), *Efectos regionales de la política monetaria: Implicaciones para los países de la zona Euro*, Universidad de Barcelona, División de Ciencias Jurídicas, Económicas y Sociales, doc. de trabajo.
- ROCHON, L. (1999), "The creation and circulation of endogenous money: a circuit dynamique approach", *Journal of Economic Issues*, vol. XXXIII, núm. 1, pp. 1-21.
- ROJAS, E. y P. Rodríguez (1999), "El papel de la estructura financiera en la transmisión de la política monetaria", *Monetaria*, enero-marzo, pp. 1-36.
- ROMER, C. y D. Romer (1990), "New evidence on the monetary transmission mechanism", *Brooking Papers on Economic Activity*, núm. 1, pp. 149-198.
- SACK, B. (1998), *Does the Fed act gradually? a VAR analysis*, Board of Governors of the Federal Reserve System, p. 31.

- SIMS, C. (1992), "Interpreting the macroeconomics time series facts: the effects of monetary policy", *European Economic Review*, vol. 36 (5), pp. 975-1011.
- TAYLOR, J. (1995), "The monetary transmission mechanism: an empirical framework", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, núm. 4, pp. 11-26.
- VERNENGO, M. (2001), "Foreign exchange, interest and prices: The conventional exchange rate", *Credit, Interest Rates and the Open Economy. Essays on Horizontalism*, edited by Louis Philippe Rochon y Matias Vernengo, UK, Edward Elgar, pp. 256-269.
- ZHENG, L. (2000), "Seasonal cycles, business cycles and monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 46, pp. 441-464.

Desempleo y altas tasas de interés: el mecanismo deflacionario en México

INTRODUCCIÓN

LA PERSISTENCIA de las presiones inflacionarias, acompañada de una severa recesión económica, marcó un viraje en 1987 en la conducción de la política económica de nuestro país, ya que el gobierno optó por dar prioridad absoluta a la lucha contra la inflación; lo que se tradujo en el abandono de la estrategia de crecimiento del producto y el empleo.

La estabilidad monetaria es asumida como el objetivo prioritario, y la política monetaria se convierte en el principal instrumento de regulación macroeconómica, de acuerdo con los preceptos monetaristas de la nueva escuela clásica. En este marco de referencia, se considera a la tasa de empleo y a la tasa de deflación como dos objetivos complementarios, en el sentido de que se supone que la caída del desempleo se dará necesariamente con la estabilidad de precios.

En el contexto de la desregulación y liberalización financiera, la instrumentación de una política monetaria altamente restrictiva ha impedido el reajuste en la tasa de interés nominal, a pesar de que la economía mexicana entró en un proceso de deflación a partir de 1989, el cual no se vio interrumpido hasta diciembre de 1994, año en que estalló la crisis cambiaria-financiera. Asimismo, el compromiso fijo e inamovible de la estabilidad en los precios internos que han venido sosteniendo los últimos tres gobiernos, y dada la influencia directa del tipo de cambio sobre la inflación, ha obligado a la autoridad monetaria a mantener de manera constante y por periodos prolongados, una paridad nominal semifija, que

en términos reales ha representado una amplia banda de sobrevaluación. Esta situación ha sido posible de sostener por la alta afluencia de capitales externos, canalizados a través de la cuenta de capitales de la balanza de pagos, que a su vez exige la fijación de tasas de interés reales altas.

Para abordar el análisis de esta problemática hemos dividido el trabajo en cuatro apartados. En el primero estudiamos las principales características del proceso de desregulación económica a nivel internacional. En el segundo, analizamos brevemente la evolución de la economía mundial después de la Segunda Guerra Mundial, haciendo énfasis en los mecanismos de estabilización macroeconómica. Por último, en el tercer apartado, se analiza el caso de la economía mexicana. En particular interesa analizar el mecanismo de deflación, así como sus efectos sobre la actividad económica y el empleo.

DESREGULACIÓN Y LIBERALIZACIÓN ECONÓMICA. LOS EJES DE LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA

EL CRECIMIENTO dinámico de las transacciones financieras ha sido una de las características más sobresalientes de la evolución de la economía mundial desde mediados de la década de los setenta, y que marcó el proceso de globalización económica en la década de los noventa. Efectivamente, el sector financiero se ha convertido en la punta de lanza del proceso de globalización de la economía mundial; su crecimiento a ritmos superiores a los de la inversión, producto o flujos comerciales, es quizás uno de los factores que más transformó por sí mismo, el contexto económico mundial de los últimos 25 años. Sin embargo, el empleo sólo puede generarse mediante incrementos en la inversión en activos fijos (formación bruta de capital), y son estas inversiones las que determinan el ritmo de la acumulación de la riqueza y, por ende, del nivel del producto y empleo a largo plazo.

Después de la Segunda Guerra Mundial, las políticas monetarias nacionales se combinaban con políticas internas de financiamiento, y los flujos comerciales estaban en principio, dominados

por la expansión del comercio internacional, cuyas transacciones entre países se realizaban de manera natural mediante el dólar. Con el establecimiento institucional de los Acuerdos de Bretton Woods, se establece un régimen de tipos de cambio relativamente fijos; se reconoce oficialmente al dólar estadounidense como la divisa internacional, que funcionaba a la vez como patrón monetario y unidad de cuenta (para la economía estadounidense) con una paridad oro fija. Una de las reglas de estos acuerdos permitía a los estados miembros controlar los movimientos de capitales con el propósito de proteger la estabilidad cambiaria de sus monedas.

Si bien el régimen Bretton Woods conciliaba la regulación monetaria internacional con las políticas nacionales sobre el dinero y el crédito también operaba con fuertes contradicciones, tales como el funcionamiento del dólar como patrón internacional siendo una moneda nacional; la restauración de los mercados de capitales sin la libre movilidad de los capitales; rivalidades entre las monedas de los grandes países capitalistas, emanadas de la pugna geopolítica y de la competencia por los mercados. Estas contradicciones al principio fueron contenidas, pero el crecimiento económico de la posguerra provocó que éstas estallaran.

Las dificultades en la acumulación interna en las economías industrializadas después de 1965, así como el aumento de la rivalidad entre ellas, se reflejaron en un proceso paulatino de expansión de los movimientos internacionales de capitales bajo diversas formas (inversión extranjera directa, deuda pública externa, etcétera) y en el auge del mercado financiero de los eurodólares durante toda la década de los setenta (Chesnais, 1999). En este contexto las transacciones financieras internacionales se desconectaban cada vez más de los flujos comerciales y de la formación bruta de capital fijo (Brunhoff, 1999).

Desde comienzos de la década de los sesenta, la especulación en el mercado del oro¹ amenazaba con poner en crisis el papel del

¹ Con la reapertura en 1954, del mercado del oro en Londres, las presiones sobre el precio de éste, por encima del precio oficial de 35 dólares por onza; obligaron a que se constituyera, entre 1960-1961, un "pool del oro" encabezado por Estados Unidos y siete países europeos,

patrón dólar y las paridades monetarias que dependían de él. Finalmente, la prioridad alcanzada por las políticas nacionales, la especulación contra el dólar generada por las tensiones entre las economías industrializadas, así como los conflictos internos en los Estados Unidos, se sumaron para poner fin al régimen de tipos de cambios fijos basado en el patrón dólar,² dando paso a un régimen de tasas flotantes.

A pesar de la diversidad de los regímenes cambiarios, la flotación del dólar, del marco y del yen (una en relación con las otras dos) es lo que caracteriza al régimen actual de tasas de cambio flotantes. De acuerdo con este sistema, actualmente no existe un patrón monetario internacional ni paridades oficiales entre estas tres monedas internacionales; en consecuencia, y dada la ausencia de una norma monetaria internacional obligatoria, la tasa de cambio entre las monedas depende de las relaciones entre las políticas monetarias nacionales y los arbitrajes de los mercados financieros que determinan las variaciones en las tasas de interés.

Este cambio de régimen monetario internacional en los primeros años de la década de los setenta está ligado a la expansión de los flujos financieros internacionales, que fue precedido a finales de dicha década, por un proceso de desregulación de los sistemas financieros de los países industrializados, el cual se inició en los Estados Unidos y el Reino Unido, pero que posteriormente fue instrumentado por el resto de los países europeos. El impulso que inyectó la desregulación de los sistemas de tasas

con el propósito de aprovisionar al mercado libre, el cual se disolvió posteriormente debido a los desacuerdos entre los países miembros, en particular el desacuerdo de la Francia gaullista fue definitivo.

² Los diversos intentos de reforma de este régimen o de reordenamiento del régimen de cambios flotantes que le sucedió fracasaron. Por su parte, el oro fue desmonetizado a principios de la década de los setenta, aunque todavía siga siendo contabilizado en los activos de los bancos centrales.

Ningún arreglo internacional ha reemplazado oficialmente al patrón dólar, lo que ha provocado una dispersión en los regímenes cambiarios adoptados por los gobiernos tanto de los países industrializados como de los países en desarrollo. En el caso de las economías de América Latina, la mayoría de éstas ligaron su moneda al dólar estadounidense, mientras que el marco se constituyó, en 1979, en la divisa eje del sistema monetario europeo de cambios fijos; sin embargo, tanto el marco como las demás monedas europeas seguían flotando en relación con el dólar.

de interés administradas a los flujos de capitales internacionales, se combinó con las políticas internas de deflación monetaria aplicadas en las economías industrializadas.³

En este contexto, el alza en las tasas de interés, provocada por la fuerte movilidad de los flujos de capitales internacionales y por las políticas de desregulación financiera en las economías industrializadas modificaron drásticamente las condiciones del financiamiento interno y externo de las economías nacionales. Por un lado, el mercado financiero impuso el criterio de alta rentabilidad, con diferencias locales que dependían de la influencia de los arbitrajes financieros privados en la política monetaria interna; y por el otro, el mercado cambiario y las políticas de los bancos centrales fueron sometidas al nuevo régimen financiero desregulado.

Este cambio en las finanzas internacionales tuvo su primer efecto negativo en los deudores más vulnerables de las economías en desarrollo, mismo que se expresó en la “crisis de la deuda externa” de la década de los ochenta y que trastocó de manera radical al modelo de acumulación prevaleciente hasta entonces. En efecto, la globalización de las finanzas internacionales se convirtió en una fuerte condicionante para las políticas de estabilización fiscales y monetarias que se aplicaron en estas economías durante el periodo de 1950-1970. En particular, la política monetaria “acomodatícia” fue eliminada, aunque la autoridad monetaria nacional continúa administrando el sistema de pagos interno. En otras palabras, los bancos centrales siguen actuando como “prestamista de última instancia”, aval de los grandes bancos, garante de los depósitos bancarios debido a la influencia que dichos bancos tienen sobre el costo del crédito interno, mediante la variación de sus tasas de intervención; no obstante, estas tasas de interés dependen también del comportamiento de la tasa de cambio de la moneda nacional y de las nuevas normas de las finanzas internacionales: alto rendimiento y baja inflación.

³ Las altas tasas de interés que prevalecieron durante la década de los setenta, deterioraron las finanzas internacionales debido a que las tasas de interés reales negativas actuaron en contra de los acreedores. En 1979 con la aplicación de las medidas monetarias de Volcker, se frena la inflación en los Estados Unidos; en tanto que en el Reino Unido las políticas contraccionistas instrumentadas por Thatcher tuvieron los mismos resultados.

Teniendo como referencia este nuevo escenario financiero-monetario internacional, Guttman y Plihon (1999) afirman que es incompatible que un país “abierto” (desregulado y liberalizado) mantenga al mismo tiempo un mercado de capitales libre, un tipo de cambio fijo y una política monetaria autónoma. La evidencia empírica ha mostrado que sólo dos de estas situaciones pueden ser compatibles entre sí.⁴

EL SISTEMA MONETARIO-FINANCIERO REGULADO Y EL ARBITRAJE ENTRE PLENO EMPLEO Y PRECIOS

Crecimiento estable y sostenido: 1950-1970

Después de la Segunda Guerra Mundial, y hasta principios de la década de los setenta, las economías a nivel mundial presentaron un crecimiento estable y sostenido con estabilidad de precios. Este régimen de crecimiento excepcional se basaba en tres factores:

1. Una relación salarial sustentada en un compromiso capital-trabajo que organizaba el reparto de los incrementos de la productividad resultantes de los avances científico-tecnológicos del trabajo (Boyer, 1987). Bajo este esquema “fordista” los salarios nominales se incrementaban de forma rápida, constante y generalizada.
2. Las políticas de estabilización macroeconómicas de corte keynesiano, aseguraban un crecimiento regular de la demanda agregada. Aminorando así, los efectos que provoca un incremento en la capacidad ociosa y/o una elevación de los *stocks* de inventarios, sobre el margen de ganancia de las empresas (Steindl, 1979).

⁴Al respecto, recordemos que hacia finales de la década de los ochenta Francia eligió la liberalización de su sistema financiero y un tipo de cambio fijo del franco con respecto al marco; sin embargo, no pudo aplicar una política monetaria autónoma respecto de la del Bundesbank. Por su parte, Gran Bretaña e Italia en 1992, abandonan la fijación del tipo de cambio, esperando que la moneda única europea (euro) resolviera el problema cambiario prevaleciente en las economías europeas. Si bien esa política cambiaría tuvo un efecto positivo sobre el comercio exterior de Italia, debido a la baja relativa de la lira; no obstante, el mantener la libre movilidad de los capitales financieros exigió la reducción del gasto público y la contracción salarial, tanto en Italia como en Francia y Gran Bretaña.

3. La existencia de sistemas financieros regulados y administrados que permitieron el financiamiento de la acumulación de capital vía el endeudamiento bancario a tasas de interés bajas y controladas por las autoridades monetarias nacionales.

Este marco institucional contribuyó a crear un ambiente económico y social estable, favorable a la acumulación de capital industrial y al crecimiento de la producción, ya que el aumento de la demanda efectiva estaba asegurado por las políticas económicas de estabilización coyuntural, fundamentalmente por el aumento del poder adquisitivo de los salarios, resultado de la indexación de éstos a los incrementos en la productividad y de los precios. Por su parte, los agentes privados estaban altamente endeudados con el sistema bancario, pero en compensación, el déficit fiscal y la deuda pública se mantenían moderados. Asimismo, la fijación y administración de las tasas de interés nominales garantizaban un costo del capital estable y bajo.

Recesión e inflación: 1970-1980

Este modelo de crecimiento rápido y sostenido inició su agotamiento a comienzos de la década de los setenta; tres factores marcaron su crisis: *a*) el derrumbe del sistema monetario internacional de Bretton Woods; *b*) el resurgimiento de las presiones inflacionarias de los Estados Unidos en 1972; y *c*) el *shock* petrolero de 1973. En este escenario, el crecimiento se desaceleró rápidamente, mientras la inflación mostraba una tendencia al alza.

La persistencia de la inflación se tradujo a finales de los años setenta, en un cambio radical en la orientación de las políticas económicas instrumentadas hasta entonces. En 1979 (Cumbre del G5, realizada en Tokio) se da un cambio determinante en la conducción de las políticas económicas de los países industrializados al fijar como meta prioritaria la lucha contra la inflación. Este cambio significó el abandono de las políticas de inspiración keynesiana basadas en un arbitraje entre el pleno empleo y la estabilidad de

los precios. En la nueva concepción se considera al pleno empleo y la deflación como dos objetivos complementarios.⁵

De esta forma, la estabilidad monetaria queda establecida como el objetivo prioritario, convirtiendo a la política monetaria en el principal instrumento de regulación macroeconómica, guiada por los principios monetarios convencionales. Esto es, el equilibrio en las finanzas públicas y en el sector externo quedan establecidos como la condición necesaria para la estabilidad macroeconómica. Asimismo, se impone la concepción liberal del papel del Estado, que conduce a un cuestionamiento radical de la eficacia de la política presupuestaria, y exige el adelgazamiento del sector público y la eliminación de la gestión y administración de la economía. El monetarismo y el liberalismo económico se constituyen en las referencias teóricas fundamentales de la nueva política económica.

El retorno del liberalismo económico en la década de los ochenta

En esta nueva concepción económica, la relación salarial “fordista” es desplazada por una regulación salarial competitiva acorde con la estabilidad monetaria. En la mayoría de los países industrializados la política de disciplina salarial desempeñó un papel central en el proceso de deflación, en especial en Estados Unidos, Francia y Gran Bretaña. Quedando eliminada la relación entre aumento de los salarios por un lado; y la evolución de la productividad y de los precios, por el otro. Las repercusiones sobre la dinámica macroeconómica de las economías capitalistas industrializadas no tardaron en aparecer; el abandono de las políticas fiscales de estabilización así como de las políticas de aumentos salariales regulares

⁵En el sentido de que la caída del desempleo se dará necesariamente con la estabilidad de los precios. Esta concepción tiene su referente teórico en la crítica de la relación inflación-empleo de la curva de Phillips que desarrolla la nueva escuela clásica; en particular el enfoque “nekeynesiano con salarios de eficiencia” de Stiglitz y Shapiro; el modelo “PS-WS de la “negociación salarial”, o el enfoque de “fijación de precios y márgenes de ganancia” de Blanchard y Summers, con sus múltiples variantes cada una de ellas. Al respecto véase W Carlin y D. Soskice, *Macroeconomics and the Wage Bargain. A Modern Approach to Employment, Inflation and the Exchange Rate*, Oxford University Press, 1990.

y generales redujeron la previsibilidad de la demanda dirigida a las empresas. Las empresas y los asalariados se encontraron en un escenario de incertidumbre creciente con respecto a sus ingresos futuros, que fue generando un ambiente de alta inestabilidad en el comportamiento de la inversión y, por tanto, en la producción y el empleo.

Surgimiento de nuevos desequilibrios

Hacia la década de los noventa, las políticas de ajuste macroeconómico y estabilización monetaria alcanzaron su principal objetivo en los países en desarrollo: la disminución y control de la inflación. Sin embargo, el logro de este objetivo generó graves desequilibrios. En primer lugar, el endurecimiento de las políticas monetarias desató a nivel mundial, un alza brutal de las tasas de interés nominales. Contrariamente a lo que predice la teoría ortodoxa (Fisher, 1911; Friedman, 1968), la desaceleración de la inflación no condujo a una caída paralela en el nivel de las tasas de interés nominales en los países industrializados. Por el contrario, las tasas de interés reales (corregidas por la inflación) se mantuvieron en niveles altos desde inicios de la década de los ochenta. En segundo lugar, se pasó de un modelo de acumulación basado, fundamentalmente en el incremento de los activos fijos (formación bruta de capital fijo) a uno basado en la adquisición de activos financieros. Pero ello, implicó paralelamente otro proceso, que consistió en el cambio de un régimen en el cual los desequilibrios macroeconómicos se corregían en el ámbito nacional y mediante la creación monetaria (que generaba una inflación moderada y controlable), a un régimen donde los ajustes son resueltos por el manejo de las tasas de interés en los mercados de capital internacionales, con lo que aumentaba la volatilidad de las mismas. Estas transformaciones, acompañadas de la desaceleración del crecimiento económico, generaron graves tensiones en los mercados de trabajo. Por último, el predominio de altas tasas de interés reales, agudizó el carácter altamente concentrador de la distribución del ingreso tanto entre países industrializados y países en desarrollo y

al interior de cada uno de éstos, favoreciendo a los agentes poseedores de activos financieros, y en detrimento de las ganancias industriales y de los salarios (Plihon, 1999).

DEFLACIÓN Y ALTAS TASAS DE INTERÉS:
EL CAMINO MEXICANO HACIA
LA RECESIÓN Y EL DESEMPLEO

DURANTE las dos décadas que comprendió el periodo de 1950-1970, la economía mexicana presentó una tasa de crecimiento del producto estable y sostenida. Los desequilibrios coyunturales se resolvían mediante el manejo de la emisión monetaria, del déficit fiscal y de la deuda pública interna. El manejo combinado de estas variables construyó un mecanismo que permitió sostener una relación estable entre el crecimiento del producto, el empleo y la inflación. En cuanto a la evolución de los salarios reales, los aumentos moderados en los salarios nominales acompañados del bajo crecimiento en el nivel de precios, permitieron que aquéllos no sufrieran caídas agudas en su poder de compra.

Altas tasas de interés y bajos niveles de inversión productiva. El origen de la caída del ahorro interno

Después de la crisis de la deuda externa de 1982, y como parte de la estrategia para enfrentar la misma, se inicia en México una reforma estructural basada en la concepción neoliberal-monetarista que sostiene que la desregulación y la liberalización económica son la condición indispensable para que las economías en desarrollo corrijan los desequilibrios que la intervención del Estado generó en su estructura productiva (McKinnon, 1964). En particular, se señalaba que los mecanismos institucionales de regulación y administración del sector financiero (tasas de interés controladas, encaje legal, cajones de crédito) debían ser eliminados.

Este enfoque argumentaba que las bajas tasas de interés conducían a una mala asignación de los recursos al permitir el finan-

ciamiento de proyectos de inversión de baja rentabilidad. Asimismo, se cuestionaba el control y la administración del crédito que aseguraba y favorecía proyectos y empresas públicas poco competitivas, lo que racionaba el crédito para proyectos con rendimientos potencialmente más altos. En consecuencia, la administración del sistema financiero desalentaba el desarrollo del mercado de capitales y la competencia entre éste y el sector bancario, inhibiendo así el incremento del ahorro interno y la inversión (McKinnon, 1974). En contraparte, la liberalización financiera, al estimular la competencia y, con ello, la elevación en las tasas de interés, estimularía el ahorro y la inversión.

Dado que este enfoque supone que el ahorro es una función creciente de la tasa de interés, cuanto más elevada sea esta tasa, mayor será la disposición de los agentes económicos para renunciar al consumo inmediato, decidiendo en favor del consumo futuro cuyo nivel se elevará, debido al aumento de los ingresos financieros que proporciona el ahorro presente. Así, el alza en las tasas de interés conduciría a una mejor asignación del capital, ya que los proyectos de inversión menos rentables quedarán eliminados.

Es cierto que la globalización del sistema financiero internacional y el elevado nivel de las tasas de interés reales son dos fenómenos íntimamente ligados. Sin embargo, no cabe duda que la liberalización del sistema financiero mexicano también contribuyó al establecimiento de una relación de fuerzas altamente favorable a los acreedores, que se ha convertido en un factor importante en el mantenimiento de tasas de interés reales elevadas. En efecto, la crisis de diciembre de 1994 mostró que los acreedores ejercen una presión constante para preservar su posición en el mercado financiero y sus márgenes de ganancias. Esta nueva correlación de fuerzas permitió a los acreedores integrar las *primas de riesgo* a las tasas de interés nominales, para cubrirse del costo de la alta inestabilidad y volatilidad que el incremento de la incertidumbre ha inyectado a los mercados financieros internacionales, con lo que se mantienen y reproducen las tasas de interés reales altas.

En este ambiente de aguda competencia, los monopolios bancarios que prevalecieron hasta 1987, fueron desapareciendo para

dar paso a los grandes grupos financieros oligopólicos; en tanto que la competencia entre los intermediarios financieros redujo la disponibilidad de créditos baratos; y la competencia entre países obligó a la economía mexicana a fijar tasas de interés reales por encima de las ofrecidas en los mercados financieros internacionales, si quería disponer de flujos de capitales externos.

Sin embargo, las altas tasas de interés no generaron los efectos benéficos esperados sobre el ahorro y la inversión; por el contrario, al alza en las tasas de interés siguió una tendencia a la baja en el ahorro y la inversión; demostrando que el ahorro no es una función de la tasa de interés sino del ingreso. Y, como el ingreso depende de la inversión, por la vía del efecto multiplicador del ahorro, éste dependerá de la inversión, que es una función decreciente de la tasa de interés. Por tanto, las tasas de interés altas conducen a una caída en el nivel de ahorro e inversión, lo que conduce a una desaceleración en el crecimiento económico y en la generación de empleos. En este sentido, la *represión financiera*⁶ estaría causada más bien por el nivel elevado de las tasas de interés reales, lo que contradice la conclusión del enfoque neoliberal.

Liberalización de la cuenta de capitales y cambios en la acumulación del capital

La crisis de diciembre de 1994 demostró que la capacidad de la economía mexicana para absorber elevados montos de recursos externos es limitada, ya que éstos generaron dificultades para controlar las presiones inflacionarias, y frustró el objetivo de crecer con base en un sector exportador dinámico y diversificado. En efecto, el ingreso de altos montos de recursos externos de corto plazo elevó la acumulación de reservas internacionales en el Banco de México, obligando a instrumentar una política monetaria restrictiva para contrarrestar las presiones inflacionarias. Por otro lado, los flujos de recursos externos apreciaron el tipo de cambio real, erosionando la competitividad de las exportaciones y estimu-

⁶Entendida ésta como una baja disponibilidad de recursos, un alto racionamiento del crédito por parte de los bancos, que se traduce en una fuerte desintermediación bancaria.

lando altos volúmenes de importaciones, que de por sí han sido elevados como resultado de la apertura comercial.

Teóricamente, el mecanismo es el siguiente: el elevado flujo de capitales de corto plazo genera un aumento inesperado en la oferta de dinero, si la autoridad monetaria quiere evitar una revaluación nominal de la moneda para no afectar la competitividad del sector exportador. Este exceso de liquidez induce a una expansión del gasto interno, que es absorbido en parte, por un deterioro en la cuenta corriente, y en parte se elimina a través de los aumentos en los precios de los bienes y servicios comerciales (o de los activos fijos). Ello presionará sobre el nivel de precios internos, si el flujo de divisas es alto y persistente. El resultado será la permanente apreciación del tipo de cambio real.

Ahora bien, la persistente entrada de recursos externos conducirá a una reasignación de recursos productivos que se desplazan del sector productor de bienes exportables al sector productor de bienes y servicios destinados al mercado interno; con lo que se entorpece el crecimiento basado en la estrategia de sustitución de exportaciones. La acumulación de elevados niveles de reservas internacionales (hasta que el superávit en la cuenta de capital se iguale al creciente déficit en la cuenta corriente), puede obligar a la autoridad monetaria a reducir las tasas de interés internas. Pero tal medida reducirá el diferencial de éstas con respecto a las externas, provocando una disminución de los volúmenes de dichos flujos de divisas e impulsando la actividad económica. Esto último es deseable, sin embargo, ello implica la instrumentación de una política industrial integral acompañada de una política de financiamiento administrado. Esta estrategia que choca con las políticas de desregulación y liberalización económica que se han venido aplicando en México.

En consecuencia, el objetivo inicial de evitar el deterioro del sector exportador no se cumple. En el momento que se reactive la actividad económica, el tipo de cambio real tenderá a un nivel inferior al valor de equilibrio; esto podría evitarse mediante la instrumentación de la devaluación gradual de dicha variable, pero ello elevará el nivel de precios internos. Se podría sostener la paridad

cambiaría para no afectar la competitividad del sector exportador, siempre y cuando se pueda evitar la expansión monetaria, o sostener el nivel deseado de las tasas de interés internas, lo cual depende de la capacidad de la autoridad monetaria para absorber el excedente de divisas a través de la reducción del crédito interno.

Por su parte, el control de la oferta monetaria dependerá de la capacidad de esterilización de la autoridad monetaria, la que a su vez está en función del tamaño del sector financiero y del monto de la pérdida⁷ que la banca central esté dispuesta a absorber, ya que el flujo de divisas responde al nivel alto de las tasas de interés reales internas.⁸ Por el contrario, si el sector financiero interno ha sido desregulado y liberalizado, no es posible regular las tasas de interés internas, ya que éstas están determinadas por las tasas internacionales.⁹ Esta situación explica la permanente aplicación de políticas monetarias restrictivas, así como el reducido margen de acción de éstas; lo cual constituye un costo muy alto en términos de crecimiento del producto y generación de empleo para las economías que aplicaron políticas de desregulación y liberalización económica.¹⁰

⁷ Dicha pérdida es generada porque la autoridad monetaria debe emitir pagarés por los cuales pagará tasas superiores a los rendimientos que recibe por los activos internacionales acumulados.

⁸ Otra opción, consiste en que la banca central absorba el flujo excedente de divisas mediante la emisión de dinero sin esterilización, pero esta medida es limitada y peligrosa, debido a que vulnera la confianza de los agentes económicos en torno a la capacidad de la banca central para enfrentar la inflación.

Es obvio que la afluencia de capitales externos de corto plazo estará determinada por el diferencial entre la tasa de interés interna y las tasas externas; no obstante, de la permanencia o no de estos flujos, así como de sus elevados montos dependerá la opción y combinación de políticas económicas que se implementen. En el mismo sentido, podemos afirmar que el flujo de capitales por la vía de la cuenta de capitales conducirá, en el largo plazo a un valor inferior del tipo de cambio real de equilibrio. Si la autoridad monetaria decide revaluar el tipo de cambio nominal, ayudará a acelerar el ajuste del tipo de cambio real a su nuevo valor; esta medida es más adecuada que dejar al tipo de cambio real en un nivel de su valor inferior al de equilibrio (Edwards, 1989).

⁹ En páginas anteriores mencionábamos que en una economía con un sistema financiero desregulado, era imposible fijar a mediano plazo objetivos de política cambiaria y de tasas de interés al mismo tiempo. Si la autoridad monetaria deja que el tipo de cambio real se sobrevalúe, necesariamente debe dejar las tasas de interés internas a los niveles internacionales, para reducir las presiones revaloratorias sobre el tipo de cambio real, y por ende, la presión sobre el nivel de precios.

¹⁰ Esta situación explica que frecuentemente la autoridad monetaria se enfrenta al dilema de elegir políticas económicas contradictorias en su búsqueda por cumplir con objetivos

Las operaciones de esterilización de divisas¹¹ que se han utilizado con frecuencia para hacer frente a este conflicto, han permitido alcanzar metas independientes para la oferta monetaria y el tipo de cambio en el corto plazo. Mediante el control de la base monetaria, se ha logrado el objetivo de estabilidad del tipo de cambio.¹²

En el corto plazo es posible lograr cierta compatibilidad entre los objetivos de tipo de cambio nominal estable y el control de la inflación, combinando medidas de esterilización y ajuste fiscal. Sin embargo, a largo plazo sus resultados son desastrosos, ya que inducen a ineficiencia y distorsiones en la estructura productiva.¹³

En el caso de México, la política de esterilización de divisas, en un marco de total libertad a los movimientos de capitales, paradójicamente se ha instrumentado con éxito. Ello explica que las reservas internacionales netas del Banco de México se elevarán de 13.7 en 1987 a 24.3 miles de millones de dólares en 1993; en tanto que, como resultado de las operaciones de mercado abierto, el crédito interno de este organismo central al gobierno se ha reducido drásticamente, durante el mismo periodo (Mántey, 1998: 17).

internos y externos. Por ejemplo, si decide mantener fijo el tipo de cambio nominal, en un contexto de altos flujos de capitales externos, se pueden generar presiones inflacionarias que pongan en peligro la estabilidad de la economía. Surge entonces, un conflicto entre el objetivo de mantener fijo el tipo de cambio nominal y el de frenar la inflación mediante una política de estricto control del crecimiento de los agregados monetarios, que exige el establecimiento de altas tasas de interés.

¹¹Estas operaciones consisten en la compra (venta) de divisas por parte del banco central, acompañada de un flujo de salida (un flujo de entrada) de liquidez, que se llevan a cabo a través de las operaciones de mercado abierto.

¹²Con el propósito de disminuir los efectos negativos de los ingresos de capitales externos, es necesario que las operaciones de esterilización se instrumenten conjuntamente con otro tipo de medidas, tales como los controles a los movimientos de capitales y flexibilidad en el manejo del tipo de cambio. No obstante, cabe señalar que el mantener fijo el tipo de cambio nominal, en un contexto de libre movilidad internacional de capitales, convierte a la cantidad de dinero en una variable fuera de control de la autoridad monetaria.

¹³En estas circunstancias, las operaciones de esterilización no tienen ningún efecto sobre la base monetaria. Esto significa que, cualquier esfuerzo del banco central por alterar los agregados monetarios, pretendiendo simultáneamente estabilizar el tipo de cambio, generará automáticamente un movimiento de capital compensatorio que anulará la acción inicial. Si el banco central decide colocar una emisión de bonos gubernamentales, para disminuir la base monetaria, se inducirá un aumento en la tasa de interés, un ingreso inmediato de capitales externos; y con ello se inyecta presión al alza del tipo de cambio real. Para evitar la apreciación de este último (y por tanto, no recurrir a la devaluación del tipo de cambio nominal), el banco central se ve forzado a intervenir en el mercado cambiario a través de la compra de divisas, restableciendo así el nivel inicial de la base monetaria.

El comportamiento de estas variables es el resultado del alto volumen de esterilización de divisas, que para mantener estable el nivel de precios internos, el Banco de México se ha visto obligado a realizar. Además, la drástica caída del crédito interno que otorga el Banco de México y el aumento en las reservas internacionales han generado que la base monetaria esté respaldada en más del 100 por ciento por las reservas.

Si bien el Banco de México no ha intentado, mediante operaciones de mercado abierto, compensar en su totalidad el efecto del ingreso de capitales externos; no obstante sus efectos ya se han manifestado. En primer lugar, la esterilización de divisas impide que los flujos de capitales externos sean aprovechados para la inversión interna. En consecuencia, el poder de compra adicional obtenido por quienes tienen acceso al capital extranjero queda cancelado para otros agentes económicos. En segundo lugar, cuando la autoridad monetaria lleva a cabo operaciones de esterilización, se ve obligada a colocar un pasivo que le permita retirar la liquidez inyectada por la entrada de capitales, o bien desprenderse de un activo (valores gubernamentales). Dichas operaciones afectan el desempeño financiero del banco central¹⁴ debido a que el rendimiento que obtiene por la inversión en reservas internacionales, generalmente es inferior al que paga a los tenedores de valores gubernamentales.

Esta política monetaria restrictiva, sustentada en gran medida en la esterilización de divisas por parte del Banco de México, ha tenido tres efectos contradictorios entre sí. 1. la base monetaria ha mostrado un crecimiento sostenido en términos reales; 2. el déficit público (que no se explica por la expansión del gasto público), casi igual al monto del pago de intereses de la deuda pública interna, manifiesta el efecto de la expansión de la emisión de valores gubernamentales (Cetes). 3. los ingresos de capitales han generado una fuerte expansión del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, que en 1992 alcanzó 24.8 miles de millones de dólares.

¹⁴En algunos casos, incluso pueden registrarse pérdidas, cuando el banco central no dispone de activos internos suficientes, y se ve obligado a emitir pasivos para efectuar las operaciones de esterilización.

Estos cambios radicales en el comportamiento de las finanzas públicas y en el sector externo son una consecuencia de la asignación de nuevos objetivos para los instrumentos de política económica. En el caso de la política cambiaria, se ha orientado más al logro del objetivo de reducir la inflación que a apoyar la liberalización comercial, lo que aunado al excedente de recursos externos, propicia la constante apreciación del tipo de cambio real, y la consecuente pérdida de competitividad del sector externo. Por su parte, la política monetaria se ha abocado prioritariamente a “acomodar” los altos volúmenes de flujos de capitales externos de corto plazo, mediante la emisión de valores gubernamentales. En este sentido, podemos decir, que el Banco de México ha desempeñado un papel importante en el dinamismo y la expansión del mercado internacional de capitales.

Ante el limitado margen de acción de la política monetaria, debido a la alta movilidad internacional del capital y la elevada sustituibilidad entre los activos internos y externos, el gobierno mexicano ha venido recurriendo al ajuste fiscal para evitar que la demanda agregada presione sobre el nivel de precios. De esta forma, las operaciones de esterilización han tenido que ser apoyadas por una política fiscal altamente restrictiva, para lograr la estabilidad de precios mediante el mantenimiento de un tipo de cambio nominal fijo. Esto explica que el déficit financiero pasara de 16 a 0.7 por ciento, como proporción del PIB, sin considerar los ingresos extraordinarios por la venta de los bancos comerciales y empresas estatales. Esto contribuyó a aminorar las presiones sobre las tasas de interés internas que propició la restricción del crédito interno del Banco de México. Por otra parte, si bien la esterilización de los recursos externos con propósitos antiinflacionarios, permitió mantener la oferta monetaria bajo control; ello se logró a costa de un nivel más alto de las tasas de interés internas, comparado con las que prevalecerían en ausencia de estas medidas. Ello desalentó la actividad inversora de las empresas, porque el costo del endeudamiento es superior al rendimiento esperado del capital productivo; en tanto que las inversiones financieras, bajo la forma de compra de títulos, reditúan rendimientos

más altos. Retomando la expresión de Hicks (1974), se pasó de una “economía de endeudamiento” (*overdruff economy*), orientada hacia las inversiones productivas financiadas por deuda bancaria, a una “economía de fondos propios” (*autoeconomy*), en la cual las empresas tratan de maximizar sus ganancias con políticas de desendeudamiento y de colocaciones financieras (titularización de sus tesorerías). Este proceso se ha observado en México desde mediados de 1993, y se aceleró después de la crisis de diciembre de 1994, como una estrategia para enfrentar la caída de las ganancias productivas, originadas por la contracción del mercado interno y la alta competencia en los mercados externos.

En efecto, ante tasas de interés reales altas, las empresas tratan de bajar sus niveles de endeudamiento y financiar sus inversiones con ahorros propios, provocando que el crédito bancario disminuya, en tanto que el autofinanciamiento crece. Esto contradice la tesis de McKinnon que afirma que el autofinanciamiento es una desviación de los sistemas financieros regulados de los países en desarrollo. Si a esta situación le sumamos la caída de la demanda interna y los altos volúmenes de importaciones estimulados por la liberalización comercial es comprensible que las empresas con capacidad financiera recurrieran a las inversiones en los mercados financieros tanto nacionales como internacionales, para contrarrestar la caída del nivel de ganancias generadas en sus actividades productivas.

El mecanismo deflacionario en México

La política industrial basada en las exportaciones: desinversión y desempleo

De acuerdo con el Programa Nacional de Modernización Industrial y de Comercio Exterior 1990-1994 (Pronamice), la política industrial que se aplicó después de 1988, fue una consecuencia de la estrategia de liberalización; esto es, resultado del cambio estructural macroeconómico. En este sentido, el cambio estructural a nivel sectorial debía ser inducido por los cambios macroeco-

nómicos y, por la profundización de la desregulación económica; en tanto que el control sobre la inflación y el déficit fiscal, así como la entrada de capitales externos se convertirían en las prioridades de la política de ajuste y estabilización. Para lograr dichas metas se redujeron los aranceles, e incluso en algunos casos desaparecieron; se avanzó en el proceso de privatización del sector paraestatal; y se instrumentó una política de topes salariales que garantizaban bajos costos laborales. Todos estos factores conformaron la estrategia que permitiría iniciar el proceso deflacionario y, posteriormente mantener la estabilidad macroeconómica.

Por su parte, el cambio institucional macroeconómico consistió en acelerar el proceso de liberalización comercial, ya que suponía que éste, en conjunto con la estabilidad en el nivel de precios, constituían la condición necesaria para el desarrollo de una política industrial eficaz. De lo contrario, se afirmaba que la inversión se contrae y la competitividad del sector productivo decrece, con lo que el salario real y el empleo disminuyen. Ello justificaba la insistencia en el combate a la inflación y en la profundización de la apertura comercial (Aspe, 1993).

En este contexto, se da el ajuste en la demanda interna, y una generalizada inversión en los sectores manufactureros orientados a las exportaciones, durante todo el periodo 1988-1994. Esta tendencia fortaleció el comportamiento especulativo de la inversión extranjera en cartera, así como los bajos niveles de inversión interna en los sectores productivos. Inhibiendo el encadenamiento hacia atrás y hacia adelante entre las ramas industriales, debido a que los insumos nacionales fueron ampliamente sustituidos por importaciones baratas, además de los altos volúmenes de bienes finales importados.

La permanente sobrevaluación del tipo de cambio real, las altas tasas de interés, se mantuvieron a pesar del menor crecimiento en los precios. El alto déficit comercial y la desaceleración de la economía, desde mediados de 1992 cuestionaron, seriamente la compatibilidad del ajuste macroeconómico, en particular los efectos de las políticas monetaria y fiscal restrictivas, y la reestructuración sectorial. La caída del PIB en 1993, y el mantenimiento de

altas tasas reales de interés activas que han venido agudizado el ambiente negativo para la reactivación del sector manufacturero son la evidencia del fracaso de la política económica sustentada en la liberalización de la economía. En otras palabras, con un sistema financiero desregulado y altos flujos de capitales externos, la apertura comercial y la industrialización orientada a las exportaciones son inconsistentes. Dicha inconsistencia se manifiesta en forma particular en las características actuales del sector manufacturero:

1. La apertura de la economía mexicana se ha asociado con un crecimiento relativamente alto de las exportaciones del sector manufacturero y un incremento en la productividad tanto del trabajo como del capital. Dichos indicadores presentaron en 1990 tasas de crecimiento de 5.3 y 14.4 por ciento, respectivamente, siendo las más altas desde 1970. Por otro lado, el crecimiento del PIB manufacturero contrasta significativamente con el comportamiento del resto de la economía, que ha mostrado una tendencia declinante desde 1990, y se volvió negativo en 1993. Además, a pesar de la decreciente participación de la inversión extranjera directa, ésta ha crecido más que la inversión interna.

2. Este permanente proceso de desinversión que se observa desde 1983, recuperado levemente en 1992, retoma su tendencia descendente en 1995, lo cual se refleja en la tasa de crecimiento del acervo neto de capital, así como en la disminución de la participación de las manufacturas en la formación bruta de capital fijo. Ello explica que la utilización de la capacidad instalada aumentara significativamente, como una respuesta a la caída de las inversiones en activos fijos y al uso más eficiente de la capacidad existente (Steindl, 1979).

3. A pesar del significativo dinamismo de las exportaciones manufactureras, su proporción en el PIB se ha mantenido constante durante todo el periodo 1988-2001; en cambio, el coeficiente de importaciones ha mostrado un explosivo crecimiento en el mismo periodo, el cual representa el 77 por ciento

del PIB del sector manufacturero; comportamiento que ha agudizado el déficit comercial del sector, mismo que alcanzó los 32,479 millones de dólares, en 1994. Estas cifras son una clara expresión del empeoramiento, después de la instrumentación de la apertura comercial, del desequilibrio externo del sector manufacturero de México. Deterioro que también se manifiesta en el coeficiente balanza comercial-PIB que representó el 43.7 por ciento para el mismo año, el más alto desde 1970.

Esta estrategia económica presenta dos paradojas. Primero, la disminución del acervo neto de capital, limitó la capacidad del sector manufacturero para sostener tasas de crecimiento del PIB significativas comparadas con los niveles alcanzados históricamente; segundo, el crecimiento del sector manufacturero en términos del comportamiento de su PIB y de sus exportaciones, ha sido a costa de una desarticulación de su eslabonamiento intersectorial y con el resto de la economía, como lo muestra el alto coeficiente de importaciones de este sector.

Apertura comercial y sobrevaluación
del tipo de cambio: la estrategia del ajuste
macroeconómico y la estabilidad en precios

La estrategia de liberalización comercial y política industrial orientada hacia las exportaciones, que se aplicó en México desde 1983, y que continuó a partir de 1988, se sustenta en la tesis neoclásica que la libre operación de los mecanismos del mercado conducirían a una asignación más eficiente de los recursos productivos, así como al crecimiento en los sectores con mayores ventajas competitivas. Esta tesis del pensamiento económico convencional, tiene una estrecha relación con el mecanismo de la competencia y el consecuente ajuste en los precios relativos. En este sentido, se espera que los precios y las ganancias disminuyan, debido a la creciente competencia, y a la generalizada liberalización de las importaciones, en particular para el caso de los bienes comerciables.

En cuanto a la evolución de los precios relativos del sector manufacturero, después del fuerte incremento observado durante todo el periodo 1982-1987, a partir de 1988 tiene un cambio de tendencia a la baja. Esta tendencia es resultado no sólo de la orientación de la producción hacia los bienes no comerciables, provocada por la permanente sobrevaluación del tipo de cambio real (estrategia antiinflacionaria), sino también por los cambios profundos en los mecanismos de regulación que favorecieron al sector de servicios, y en particular al sector financiero, cuyos precios relativos mostraron incrementos sustanciales.

Por su parte, el comportamiento de las ganancias mostró una relación positiva con el crecimiento de la productividad del trabajo y del capital; además, se observó una fuerte relación entre el nivel de ganancias de la manufactura y el crecimiento de su PIB. En cambio, la intensidad de capital y la participación de los salarios en el PIB observaron una tendencia decreciente. La tasa de crecimiento de las ganancias en el sector manufacturero fue mayor, en más del doble, con relación a la economía en su conjunto. Cabe señalar que el nivel de las ganancias del sector manufacturero durante 1988-1992 fue más alto que el alcanzado durante el periodo 1982-1987. Este resultado contradice las expectativas que se formaron al inicio del proceso de liberalización económica, pues se esperaba que, al igual que en el caso de los precios relativos, los márgenes de ganancias también cayeran debido a la creciente competencia resultante de la liberalización de las importaciones.¹⁵

Esta tendencia deja ver uno de los más sorprendentes y contradictorios resultados de la estrategia de liberalización para el sector manufacturero. Por un lado, el acervo neto de capital para el sector en su conjunto, y con pocas excepciones a nivel de rama,¹⁶ ha disminuido drásticamente. Por el otro, el margen de ganancia ha

¹⁵ Por supuesto que estos resultados presentan fuertes diferencias a nivel de ramas, como resultado del creciente proceso de heterogeneización y concentración del sector manufacturero mexicano (Dussel, 1997; y Casar *et al.*, 1989).

¹⁶ Entre estas excepciones se encuentran las ramas productoras de automóviles, cerveza y malta, petroquímica básica, equipo electrónico y vidrio y sus productos. Al respecto véase el análisis de ramas realizados por Dussel (1997).

aumentado, en particular en las ramas vinculadas al sector exportador, que son las mismas que cuentan con la mayor participación de capital extranjero. Sin embargo, dada la incertidumbre sobre el comportamiento de la demanda agregada y la contracción de los mercados externos desde mediados de la década de los noventa, el dinamismo del sector exportador no se reflejó en un incremento en la formación bruta de capital. En consecuencia, es muy probable que los mayores márgenes de ganancia fueran colocados en títulos cuyos rendimientos son altos.

La evolución del acervo neto de capital y la formación bruta de capital dejan ver que el sector manufacturero en conjunto no ha avanzado en sus patrones de especialización hacia un patrón de crecimiento más intensivo y uniforme. Por el contrario, la década de los noventa se caracterizó por una disminución del potencial tecnológico y dinámico de la manufactura (Loría, 1994 y Dussel, 1997).¹⁷

Apertura comercial, competitividad y eficiencia productiva

La estrategia de liberalización comercial partía del principio económico de que ante la creciente competencia, los incentivos para invertir aumentarían. Así, se suponía que la capacidad utilizada debía aumentar, al igual que la intensidad del capital (acervo neto de capital/trabajadores empleados). En el caso de la economía mexicana, lo primero sí sucede, pero el comportamiento en la intensidad de capital contradice este principio. Efectivamente, este indicador permaneció constante durante el periodo 1982-1987, y disminuyó a partir de 1988, y sólo ha sido compensado en parte, por el crecimiento del acervo neto de capital en 1991.¹⁸

¹⁷Esta afirmación no niega el hecho de que algunas ramas hayan podido aumentar tanto su formación bruta de capital como su potencial tecnológico.

¹⁸Con base en el estudio realizado por Dussel, el comportamiento en la intensidad de capital en el sector manufacturero se explica en gran medida por las características específicas de cada rama de la industria mexicana. Sin embargo, en los últimos 15 años se han observado cambios muy profundos en ésta; por ejemplo, las ramas más intensivas en fuerza de trabajo (tabaco, molienda de maíz, molienda de trigo, productos de madera, productos de piel, cuero y calzado, etcétera) han mostrado el más bajo nivel de crecimiento, convirtiéndolas en expulsoras de fuerza de trabajo y en el sector de peor desempeño desde la aplicación de la estrategia de apertura comercial. Véase Dussel (1997: 219).

Así, el nuevo patrón de acumulación en México presenta un mayor grado de heterogeneidad tecnológica, ya que mientras la manufactura en su conjunto observó una disminución en la intensidad de capital, algunas ramas, las más dinámicas vinculadas a los sectores exportadores, y con mayor participación de capital extranjero, no sólo incrementaron su intensidad de capital, sino también son las que concentraron el mayor nivel de activos netos de capital.

Si consideramos la tendencia a una mayor utilización de la capacidad instalada del sector manufacturero, se podría esperar que la productividad del trabajo y del capital aumentaran a partir de 1988. La productividad del trabajo (PIB-empleo) en la manufactura y en la economía en su conjunto han mostrado incrementos significativos si se compara con cualquier otro periodo de auge previo a 1988. Este comportamiento adquiere relevancia si consideramos que el PIB manufacturero ha venido mostrando rezagos.¹⁹ Por su parte, la productividad del capital (PIB-acervo neto de capital) muestra una tendencia similar aunque más pronunciada, que la de la productividad del trabajo. La tasa de crecimiento de la productividad del capital en el sector manufacturero es más alta que la alcanzada por la economía en su conjunto. Además, se observa una clara asociación entre el crecimiento del PIB y el crecimiento de la productividad del capital a partir del proceso de apertura comercial. Este comportamiento de la productividad del trabajo y del capital (y, por tanto, la productividad total de los factores) fue determinante en el crecimiento del producto en la manufactura.²⁰

Empleo y productividad del trabajo

Si bien es cierto que la estructura demográfica de México es un factor determinante en la dinámica de su mercado laboral,

¹⁹No debe olvidarse que el comportamiento de este indicador debe presentar fuertes diferencias entre ramas.

²⁰Al respecto véanse los trabajos de Blomström y Wolff (1989); Hernández Laos (1993) y López Gallardo (1992). En estos trabajos se señala que la productividad de los factores ha permitido al sector manufacturero disminuir la brecha de productividad que presenta el sector manufacturero mexicano con respecto a los Estados Unidos desde 1985; sin embargo, dada la alta heterogeneidad en el sector, sólo algunas ramas han elevado sus niveles de productividad.

no debe olvidarse que también la productividad de los factores productivos tiene una estrecha relación con la evolución del empleo y los salarios reales. Desde 1990 se observa que, aproximadamente el 5 por ciento de la PEA demandaba empleo (Dussel, 1999). Esta creciente oferta de trabajo generó efectos negativos sobre la estructura de los salarios y en la distribución potencial del empleo.

La participación de la manufactura en el empleo ha mostrado una tendencia decreciente: en 1979 fue de 13.4 por ciento, en 1988 de 11 por ciento, y para 1992 de 10.5 por ciento, este último porcentaje es el más bajo desde 1970. En el mismo sentido se comportó el crecimiento del empleo para 1992: el sector manufacturero -2 por ciento y una exigua tasa del 0.4 por ciento²¹ para la economía en su conjunto, tendencia que se agudizó después de 1993.²²

Sólo algunas ramas (automóviles, frutas, legumbres y otras manufacturas) generaron empleos que excedieron los requerimientos del aumento de la PEA, en tanto que el resto de las ramas expulsaron fuerza de trabajo. Así, durante el periodo de crecimiento 1988-1992, el incremento del empleo fue muy exiguo, tanto para la manufactura como para el resto de la economía: 6 y 8.6 por ciento en 1978-1981 y 0.2 y 1.3 por ciento en 1988-1992, respectivamente. Un cambio drástico se dio en las ramas absorbedoras de empleo,²³ las cuales presentaron una tasa promedio anual de -2.6, para el

²¹ Estos porcentajes corresponden al coeficiente PEA-empleo formal total.

²² Con base en los estudios realizados por Márquez Padilla-Ros (1990), López Gallardo (1994) y Loría Díaz (1994), en las últimas dos décadas el mercado laboral en la economía mexicana ha presentado cambios muy importantes. Primero, ante la terciarización creciente y constante de la economía desde 1982, la participación del sector servicios en el empleo total representó el 51 por ciento en 1992. Segundo, el empleo en el sector de la maquila representó la tasa de crecimiento de empleo más alta durante el periodo 1988-1992, la cual fue de 15 por ciento. Tercero, la expansión de las maquiladoras en el país se ha basado en la técnica de *especialización flexible* y la segmentación del mercado laboral.

Por otro lado, la profundización de la desregulación en el mercado laboral, seguida de la descentralización y posible cambio, en la Ley Federal de Trabajo, afectando los contratos colectivos, deja ver una flexibilización generalizada de los mercados laborales en México; así como una tendencia a disminuir la participación de los salarios en los incrementos de la productividad.

²³ Ramas como la del yute, fibras duras, tabaco y hierro y acero, que antes de la apertura comercial absorbían una parte importante de la fuerza de trabajo, se han convertido en expulsoras de ésta desde la instrumentación de la liberalización comercial.

periodo 1988-1992. Este comportamiento demuestra que la expulsión de fuerza de trabajo ha sido la estrategia adoptada por estas ramas para ajustar su estructura económica a los cambios introducidos por la apertura comercial.

La caída del empleo explica en parte, el rápido crecimiento de la productividad del trabajo, que señalábamos en párrafos anteriores. Este es el resultado de un proceso perverso, generado por la apertura comercial, a expensas del empleo. En efecto, en un ambiente de crecimiento del PIB, ni la economía en su conjunto, ni el sector manufacturero en particular han sido capaces de absorber el crecimiento de la PEA.

Por último, resta analizar el comportamiento de los salarios reales. Durante el periodo de 1982-1987 la tasa de crecimiento promedio anual del salario real cayó, tanto para la economía como para el sector manufacturero: -3.2 y -3.9 por ciento, respectivamente. Sin embargo, para el periodo 1988-1992 se observó una ligera recuperación, con una tasa de 1.3 y 0.4 por ciento, respectivamente. Ello pareciera indicar que los salarios en el sector manufacturero se han visto beneficiados con la apertura comercial si los comparamos con los observados en el resto de la economía. No obstante al interior del sector manufacturero se observan grandes diferencias: *a)* Las ramas más dinámicas mostraron la recuperación más alta en sus salarios reales. *b)* En las ramas con mayor intensidad de capital, se concentra la mayor recuperación de los salarios reales. Por tanto, la intensidad de capital, el crecimiento del PIB y el crecimiento en los salarios reales están estrechamente relacionados. *c)* A pesar del incremento en los salarios reales en las ramas más dinámicas y tecnológicamente más modernas (mayor intensidad de capital), sus salarios reales se encuentran por debajo de sus niveles de principios de la década de los ochenta.

De acuerdo con el estudio realizado por Dussel (1997), el nuevo patrón de acumulación orientado hacia las exportaciones, muestra que el aumento de éstas no está asociado con un incremento en el empleo, e incluso ha provocado su disminución. Este comportamiento puede explicarse en parte, por la alta intensidad de capital

de las exportaciones manufactureras mexicanas. En este sentido, la alta tasa de crecimiento de la PEA y la drástica caída en la generación de empleo, representa un alto riesgo económico, social y político, pues el crecimiento del PIB está lejos de resolver el problema del desempleo. Los problemas estructurales se han agudizado con la implementación de políticas de estabilización determinadas por la estrategia de liberalización económica.

CONCLUSIONES

LA POLÍTICA monetaria restrictiva que conduce a las tasas de interés a un nivel mayor al del crecimiento del producto, necesariamente genera, en el mediano plazo inflación e inestabilidad financiera. Sin embargo, desde que se fijó a los precios como el objetivo prioritario de la política económica, los desequilibrios macroeconómicos no pueden ser resueltos a través de las variaciones en la tasa de inflación. Convirtiendo así, al endeudamiento en una pesada carga para las empresas, ya que los agentes privados y públicos están obligados a sanear su situación financiera, para lo cual es necesario reducir sus gastos, lo que conduce necesariamente a la caída de la actividad económica.

Esta conducta racional a nivel individual de los agentes económicos, tiende a reforzar la recesión económica mediante el proceso acumulativo de “deflación de deudas”, lo que sumado a la caída de la actividad económica, resta presión sobre el nivel de precios; con lo que se da inicio al proceso de deflación. Este es el camino del estancamiento que ha seguido la economía mexicana desde 1983, y que se profundizó a partir de 1988.

BIBLIOGRAFÍA

- AGLIETTA, M. (1991), “Le risque de système”, *Revue d'économie financière*, vol. 17.
- (1993), “Crises et cycles financiers, une approche comparative”, *Revue d'Économie Financière*, vol. 26.
- ASPE ARMELLA, P. (1993), *El camino mexicano de la transformación económica*, México, Editorial Fondo de Cultura Económica.

- BLOMSTRÖM, Magnus (1990), *Transnational Corporations and Manufacturing Exports from Developing Countries*, Nueva York, Naciones Unidas,
- Magnus y E.N. Wolff (1989), "Multinational Corporations and Productivity Convergence in Mexico", *Workign Paper* núm. 3141, Cambridge, NBER.
- BOYER, Robert (1990a), *The Regulation School: A Critical Introduction*, Nueva York, Columbia University Press,
- (1990b), *The capital Labor Relations in OCDE Countries: From the Fordist "Golden Age" to Contrasted National Trajectories*, mimeo.
- BRUNHOFF, Suzanne (1999), "La inestabilidad monetaria internacional", en François Chesnais (comp.), *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafío*, Buenos Aires, Argentina, Editorial Losada,
- CAMBIASO, Jorge (1993), "Síntomas del mal holandés por la vía de la cuenta de capital", CEMLA, *Monetaria*, vol. XVI, núm. 1, enero-marzo.
- CASAR, J.I. (1989), *Transformación en el patrón de especialización y comercio exterior del sector manufacturero mexicano 1978-1987*, México, Nacional Financiera-ILET.
- (1995), *La industria mexicana a principios de los noventa*, CEPAL, Documento de trabajo 1489.
- , Márquez Padilla, S. Marván, G. Rodríguez y J. Ros (1990), *La organización industrial en México*, México, Editorial Siglo XXI.
- CASAR, J.I. (1993), "La competitividad de la industria manufacturera mexicana, 1980-1990", *El Trimestre Económico*, LX (237), México.
- CASTELLS, Manuel (2001), *La era de la información*, vol. I, México, Editorial Siglo XXI.
- CHESNAIS, François (1999), "Introducción general", en François Chesnais (comp.), *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafío*, Buenos Aires, Argentina, Editorial Losada.
- CLAVIJO, F. y S. Valdivieso (1994), "La política industrial de México, 1988-1994", Selección Lecturas *El Trimestre Económico*, núm. 80, t. II.
- DOMÍNGUEZ VILLALOBOS L. y Flor Brown G. (1997), *La estructura industrial mexicana en un contexto de apertura comercial*, Documento de trabajo, Facultad de Economía, UNAM.
- DUSSEL, Peters E. (1997), *La economía de la polarización. Teoría y evolución del cambio estructural de las manufacturas mexicanas (1988-1996)*, México, coedición JUS-UNAM.
- DUTRÉNIT, Gabriela (1991), *Exportaciones y cambio estructural en la industria manufacturera*, México, Universidad Autónoma Metropolitana.
- EDWARDS, Sebastián (1993), "Openness, Trade Liberalization, and Growth in Developing Countries", *Journal of Economic Literature*, XXXI, septiembre.

- GUTTMANN, Robert (1999), "La mutaciones del capital financiero", en François Chesnais (comp.), *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafío*, Buenos Aires, Argentina, Editorial Losada.
- HERNÁNDEZ LAOS, E. (1985), *La productividad y el desarrollo industrial en México*, México, Editorial Fondo de Cultura Económica.
- (1993), *Evolución de la productividad total de los factores en la economía mexicana (1970-1989)*, México, Secretaría del Trabajo y Previsión Social.
- HICKS, J. (1974), *The Crisis in Keynesian*, Oxford, Basic Blackwell.
- KEYNES, J. M. (1923), *A Tracto n Monetary Reform*, Londres, MacMillan.
- LEROY, Miller R. y W. Pulsinelli R. (1992), *Moneda y Banca*, Colombia, Mc Graw Hill.
- LORÍA D., Eduardo (1994), *Estilos de crecimiento y salarios manufactureros en México*, México, Facultad de Economía-UNAM.
- LÓPEZ, G. Julio (1994a), "El proceso de ajuste de la economía mexicana, 1982-1992", en Julio López G. (coord.), *México: la nueva macroeconomía*, México, CEPNA-Nuevo Horizonte Editores,
- LÓPEZ, G.J., Martín Puches A. y Joel Sánchez H. (1995), "Los márgenes de beneficio en la industria manufacturera mexicana. Un estudio econométrico", *Economía Aplicada*, maestría en Ciencias Económicas-UNAM.
- LUSTIG, N. (1995), "México y la crisis del peso: lo previsible y la sorpresa", *Comercio Exterior*, vol. 45, núm. 5.
- MÁNTEY, DE ANGUIANO G. (1998), "Desregulación financiera y protección fiscal al banco central", *Economía Informa*, México, Facultad de Economía-UNAM.
- MÁRQUEZ P., Carlos y Jaime Ros (1990), "Segmentación del mercado de trabajo y desarrollo económico en México", *Trimestre Económico*, LVII, 226.
- MCKINNON, R.I. (1964), "Foreign Exchange Constraints in Economic Development and Efficient Aid Allocation", en J. Bhagwati (eds.), *International Trade: Selected Readings*, The MIT Press Cambridge, 1981.
- (1974), *Dinero y capital en el desarrollo económico*, México, CEMLA.
- MOORE, Basil (1994), "Diferencias entre el dinero mercancía, el de curso legal y el de crediticios", *Investigación Económica*, México, Facultad de Economía-UNAM.
- PLIHON, Dominique (1999), "Desequilibrios mundiales e inestabilidad financiera: la responsabilidad de las políticas liberales", en François Chesnais (comp.), *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafío*, Buenos Aires, Argentina, Editorial Losada.

- POLANYI, K. (1944), *The Great Transformation*, Boston, Beacon Press.
- POLLIN, R. (1992), "Desrabilizing finance worsened this recession", *Challenge*, marzo-abril.
- SALAMA, P. (1993), "Fragilité des nouvelles politique économiques en Amérique latine", en *Problèmes d'Amérique latine*, La Documentation Française.
- _____ (1995), "De quelques leçons économiques de l'Histoire latino-américaine récente", en *Tiers Monde*.
- STEINDL, Josef (1979), *Madurez y estancamiento en el capitalismo norteamericano*, México, Editorial Siglo XXI.
- WOLFF, E. (1995), *Top Heavy: a Study of the Increasing Inequality of Wealth in America*, Nueva York, Twentieth Century Fund Press,
- WOLFSON, M. (1993), *Financial Crises, the Postwar US Experience*, 2a. ed., Nueva York, M.E. Sharpe Armonk.

Tercera parte

*Políticas financieras
para el desarrollo sin renuncia
a la soberanía monetaria*

GABRIEL GÓMEZ OCHOA*

*México: política monetaria autónoma
o integración monetaria*

INTRODUCCIÓN

LA APERTURA indiscriminada de los mercados de bienes y servicios, y en especial la de la cuenta de capitales, ha mermado la efectividad de la política monetaria en economías emergentes, y en países en vías de desarrollo en general. Los movimientos instantáneos de capital de corto plazo y las políticas monetarias de los países desarrollados, más preocupados por los objetivos internos que por el equilibrio en el exterior, han ocasionado que las autoridades monetarias del resto del mundo se vean constreñidas en el uso de los instrumentos a su alcance, por lo que han tenido que aplicar medidas que no siempre son las más adecuadas para el crecimiento y desarrollo de esas naciones.

Adicionalmente, la historia reciente de muchos países en desarrollo en cuanto a inflación y paridad cambiaria, ha sido poco satisfactoria, por lo que se ha cuestionado acremente la política monetaria e, inclusive, la existencia misma del banco central.

En México, específicamente, el bajo desempeño de la autoridad monetaria desde la década de los setenta, que se ha manifestado en frecuentes periodos de inflación descontrolada y progresiva pérdida del valor de la moneda nacional, más el pobre comportamiento de la actividad económica desde hace más de dos décadas, han conducido, por una parte, a que el Banco de México tenga como objetivo central el control de la inflación y busque cumplirlo al costo que sea, aun por encima de cualquier otra meta económica. Por otra parte, los más escépticos acerca del funcionamiento

* Profesor de carrera de medio tiempo en la ENEP Acatlán.

y compromiso del banco central, son partidarios de que la política monetaria no sea privilegio único de los mexicanos y que, por lo menos, se comparta con Estados Unidos, de tal manera que podamos importar la estabilidad monetaria y financiera del vecino de norte.

Una política monetaria independiente puede ser altamente desequilibrante; no obstante, bajo algunas condiciones podría ser poderosa para compatibilizar estabilidad y crecimiento, y reducir los efectos de choques adversos.

La integración monetaria, por su parte, puede adoptar diversas formas, cada una de ellas tiene ventajas e inconvenientes de acuerdo con la situación concreta donde se quiera instrumentar. Sin embargo, las virtudes más notorias están relacionadas con la estabilidad monetaria y financiera, la disminución o eliminación del riesgo cambiario y la reducción de costos de transacción.

En el presente trabajo se intenta exponer, en primer término, el estrecho margen de maniobra de las autoridades monetarias en México para instrumentar una política monetaria independiente que cumpla no sólo con el objetivo de precios estables, sino que pueda ser utilizada como política anticíclica; y en segundo término, exponer las limitaciones y debilidades de arreglos monetarios que enajenan al exterior la toma de decisiones en materia monetaria y financiera, todo ello con el propósito de mostrar la dificultad de escoger el régimen monetario más adecuado para el desarrollo económico del país.

Para cumplir con el objetivo antes señalado, en el siguiente apartado se hace una breve revisión de algunos resultados de la política monetaria en los últimos años, después se describe de manera sucinta los mecanismos de operación de la política monetaria en la actualidad, para en seguida analizar las limitaciones que tiene la instrumentación de una política monetaria independiente en países en desarrollo y en particular en México.

Posteriormente, se mencionan y evalúan las características principales de los arreglos monetarios que pueden ser una opción para México y por último se plantean algunas medidas que pueden aumentar la efectividad de la política monetaria en el marco de las limitaciones previamente señaladas.

LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO

SI SE LE enfoca desde el punto de vista de control de la inflación, los resultados de la política monetaria durante los últimos 25 o 30 años en la economía mexicana han sido poco satisfactorios, por no llamarlos francamente malos.

En el cuadro 1, tomado de un estudio de BBVA-Bancomer (2002), se puede observar la variación promedio anual del aumento de precios (tomada como el deflactor implícito del PIB) en diversos periodos, que corresponden a los diferentes responsables de la política monetaria.

CUADRO 1
BANCO DE MÉXICO: DESEMPEÑO 1935-2002

<i>Periodo</i>	<i>Director general</i>	<i>Inflación anual*</i>
1935-1940	L. Montes de Oca	6.6
1940-1946	E. Villaseñor	15.8
1946-1952	D. Novoa	7.5
1952-1970	R. Gómez	4.7
1970-1976	E. Fernández	14.1
1977-1981	G. Romero	24.7
1982	Mancera-Tello	64
1982-1993	M. Mancera	51.7
1994-1997	M. Mancera**	23.1
1998-2002	G. Ortiz**	10.7

Fuente: Tomado de BBVA-Bancomer (2002).

*Promedio anual de deflactor implícito del PIB.

**Gobernador.

Salvo el periodo 1940-1946, durante la industrialización vía sustitución de importaciones hubo una inflación relativamente baja. Es a partir de los años setenta y hasta 1995, cuando la política monetaria se mostró claramente dependiente de la estrategia sexenal de incrementar el crecimiento económico en el corto plazo, ya sea mediante gasto público, depreciación cambiaria o recursos externos. Nunca hubo estabilidad de precios en periodos prolongados.

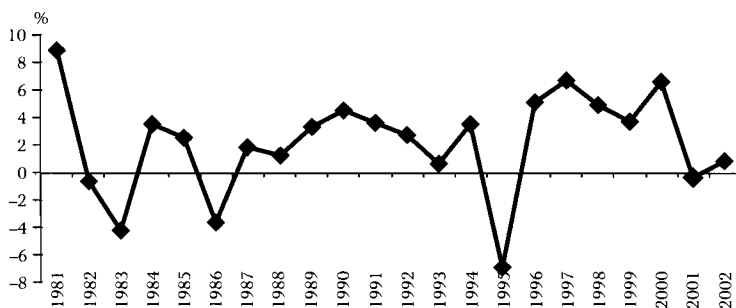
Los beneficios de corto plazo sobre el producto se tornaron en su contrario por la aparición de crisis fiscales y de balanza de pagos, lo que desembocó invariablemente en una elevada inflación. La recurrencia en estos eventos trajo como resultado la progresiva debilidad de las instituciones y la creciente pérdida de credibilidad en las autoridades, tanto fiscales como monetarias.

Después de la crisis que estalló a finales de 1994 se adoptó un esquema de objetivos de inflación, que se hizo explícito a partir de 1998; con ello el Banco de México ha fortalecido su lucha por la estabilidad de precios y, por primera vez, se ha comprometido a una rendición de cuentas por la conducción de su política monetaria.

No obstante, la inestabilidad de precios no es el único elemento para evaluar la política monetaria. En última instancia, la estabilidad de precios es un medio para conseguir los objetivos últimos de la política económica en su conjunto: aumentar de manera constante el bienestar de toda la población, lo cual se logra mediante el crecimiento estable de la producción y la distribución del ingreso.

Respecto al producto, en las últimas dos décadas su comportamiento también ha sido errático, como se muestra en la gráfica 1, lo que significa grandes variaciones en el nivel de empleo y, por lo tanto, en la distribución del ingreso.

GRÁFICA 1
PRODUCTO INTERNO BRUTO
(Tasas reales de crecimiento)



Fuente: INEGI.

El aumento sin control de los precios ha tenido claras consecuencias negativas sobre el bienestar de la población. La mayor expansión promedio anual del ingreso por habitante en el país (2.9 por ciento) se registró durante la década de mayor estabilidad de precios, esto es, en los años sesenta, y la menor expansión (-0.1 por ciento) durante la más inestable: los años ochenta.

El comportamiento de otras variables, además del PIB per cápita, se puede observar en el cuadro 2.

CUADRO 2
INFLACIÓN Y PIB PER CÁPITA
VARIACIÓN PROMEDIO ANUAL (%)

	1983-1988	1989-1994	1995-2000
Deflactor implementado	38.8	18.3	21.1
PIB por habitante	-1.3	1.7	0.9
Consumo privado	0.1	4.8	2.7
Inversión privado	-0.1	7.5	6.9

Fuente: Tomado de BBVA-Bancomer (2002).

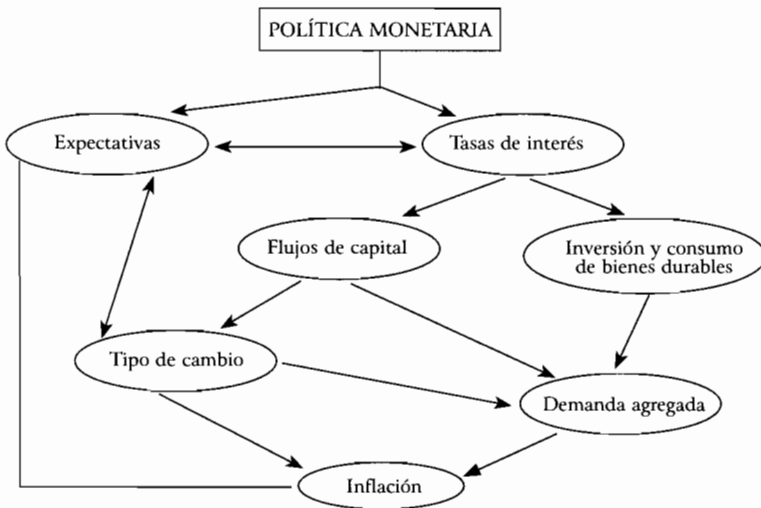
Niveles de inflación menores coinciden con incrementos mayores en consumo privado e inversión privada. Si bien esto no implica forzosamente relaciones de causalidad, resulta claro que es prácticamente imposible que el bienestar de la población aumente cuando los niveles de inflación son altos y duraderos.

Aunque desde los años ochenta el discurso oficial ha puesto al control de la inflación como uno de sus objetivos centrales, parece ser que sólo después de la crisis de 1995, en apego a su mandato constitucional, el banco central se ha orientado verdaderamente a reducir la inflación en el largo plazo. Sin embargo, en 2002 la tendencia descendente de la inflación se interrumpió, pues el crecimiento en los precios alcanzó 5.7 por ciento; cifra mayor a la meta establecida por la autoridad en esa materia. Por primera vez en cuatro años, el Banco de México no logró su objetivo de inflación. Actualmente se tiene una meta permanente de 3 por ciento a partir de 2003, con un rango de variación de más/menos un punto porcentual.

El control de la inflación se ha tomado como una condición necesaria, aunque no suficiente, para promover el crecimiento con distribución del ingreso; por ello, la mayoría de las autoridades monetarias en el mundo y los organismos internacionales coinciden en que la principal aportación de los bancos centrales al desarrollo económico es la estabilidad monetaria y financiera (Gil, 1997).

OPERACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

EN LA ACTUALIDAD, para lograr la estabilidad monetaria y financiera la autoridad monetaria, mediante el uso de los diversos instrumentos que tiene a su disposición, busca influir en las tasas de interés, el tipo de cambio y las expectativas sobre ambos y sobre la inflación.



Un banco central puede afectar las tasas de interés de manera directa, tal como lo hace en la actualidad un gran número de bancos centrales, o de manera indirecta mediante el uso de restricciones cuantitativas como el corto utilizado por el Banco de México.

Un incremento de la tasa de interés afecta a la inflación mediante dos mecanismos principalmente. El primero por el impacto sobre los costos de financiamiento; este impacto puede desagregarse, a su vez, en tres efectos.

1. En primer término, existe el canal de la demanda agregada. Un aumento de la tasa de interés de corto plazo se debe transmitir a toda la curva de tasas a diversos plazos, lo que encarece el financiamiento e incentiva por ese efecto una reducción de la inversión y, presumiblemente, un aumento del ahorro. La consecuente caída de la demanda agregada disminuye las presiones sobre los precios y en última instancia la inflación.
2. En segundo lugar, se cuenta con el llamado canal crediticio (Bernanke, 1983). Este mecanismo tiene sustento en las imperfecciones del mercado crediticio, en particular en la selección adversa, que lleva a que un aumento de las tasas de interés reduzca la oferta de crédito. El incremento de la tasa de interés activa suele atraer proyectos más riesgosos, lo que debe elevar el costo de supervisión y vigilancia que realizan los bancos, lo cual se refleja en el aumento del costo de intermediación, que se manifiesta en el crecimiento de la brecha entre la tasa activa y la pasiva. En última instancia todo ello repercute en la oferta de crédito, con lo que se reduce el consumo y la inversión.
3. El tercer efecto es consecuencia de una caída de los precios en el mercado de valores originada por el aumento de la tasa de interés, la caída del mercado de valores implica una contracción de la riqueza de los individuos que invierten en este mercado, los cuales probablemente reducirán su consumo en respuesta a esta perturbación.

El segundo mecanismo mediante el cual la tasa de interés afecta la inflación, sólo funciona cuando la economía está abierta tanto al comercio de bienes y servicios como a los flujos de capital. En esta forma, el tipo de cambio desempeña una función central.

Un incremento de las tasas de interés provoca que la inversión en bonos en moneda local sea más atractiva, lo que generará un aumento en el flujo de capitales hacia el país. Con un régimen cambiario flexible, dicho flujo llevará a una apreciación del tipo de cambio, ésta se traduce en una tendencia a la disminución en los precios (en moneda nacional) de los bienes comerciables. Con ello, los bienes no comerciables verán disminuir su demanda.

Sin embargo, la mayor entrada de recursos no sólo aprecia el tipo de cambio, sino también incrementa la demanda agregada, lo que se convierte en una presión alcista sobre los precios. Debido a la competencia internacional, este efecto sólo se verá reflejado en los bienes no comerciables. El efecto del tipo de cambio es entonces ambiguo.

Por el lado de las expectativas, cuando la autoridad cuenta con credibilidad completa, puede controlar la inflación sin afectar negativamente de manera significativa a la actividad económica; ya que si todos los agentes económicos tienen la certeza de que los objetivos de inflación se cumplirán, entonces toman sus decisiones de consumo, inversión y fijación de precios en congruencia con dichos objetivos, por lo que el crecimiento de los precios será prácticamente igual a la meta oficial de inflación. La reducción o el control de la inflación en estas circunstancias teóricas implica un costo mínimo.

Una economía con inflación alta y volátil requiere de un vasto proceso de estabilización y difícilmente puede contar con la credibilidad necesaria para minimizar costos. En estas situaciones, la expectativa de inflación regularmente permanecerá por encima de la meta oficial de inflación, por lo que para alcanzar dicha meta se deberá inducir una desaceleración de la economía a través de un aumento suficiente de las tasas de interés de corto plazo y las expectativas de los agentes sobre la decisión de la autoridad para combatir la inflación (Martínez, Sánchez y Werner, 2001).

Las expectativas sobre el incremento de las tasas de interés de corto plazo deberían, a través de la curva de las tasas de interés, afectar inmediatamente a las de mediano y largo plazos, con las consecuencias lógicas sobre la demanda agregada y, posteriormente, sobre los precios.

En resumen, la magnitud del impacto en la inflación ante un aumento o reducción en la tasa de interés de referencia depende de la sensibilidad de la demanda de crédito a las tasas de interés y de la credibilidad de la autoridad monetaria. Entre más alta sea la credibilidad en el banco central menor será el incremento requerido para lograr la meta inflacionaria.

Además, un factor central para que la política monetaria sea eficiente es el grado de apertura de cada país y la estructura competitiva de los mercados, especialmente en el financiero, ya que éstos determinan la velocidad de transmisión de la política monetaria. Entre mayor sea la competencia y la apertura de los mercados, mayor es la velocidad de transmisión de la política monetaria.

LIMITACIONES EN LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA

PARA UN banco central es importante analizar con detalle el comportamiento de las variaciones en los precios. Un aspecto de primordial importancia es la identificación de las causas por las que se presenta una variación en el precio de algún bien o servicio.

El banco central debe hacer un diagnóstico certero de las causas del aumento de precios de los diferentes bienes y servicios, ya que la política monetaria no necesariamente debe ser la misma cuando el aumento de los precios responde a factores de oferta —que son relativamente ajenos a la política monetaria—, que cuando el cambio se debe al comportamiento de la demanda agregada, sobre la cual la política monetaria puede incidir más rápidamente.

Los incrementos de precios atribuibles al comportamiento de la oferta normalmente impactan una sola vez el nivel de precios; en estos casos, la política monetaria se debe centrar en impedir que el efecto del aumento de los precios se transmita a las expectativas de inflación, y evitar con ello que se generen incrementos de segundo orden en los precios. En el caso de que el incremento de precios se deba al comportamiento de la demanda agregada, la respuesta inmediata es una política monetaria restrictiva.

La aplicación de una política monetaria restrictiva ante el aumento de precios de algunos bienes y servicios debido a problemas de oferta, puede ocasionar costos incesarios en términos de actividad económica y empleo.

El hecho de que la banca central sólo pueda afectar el nivel de precios mediante su influencia en tasas de interés en el corto plazo, tipo de cambio en el corto plazo también y expectativas, implica que el comportamiento general de los precios no está bajo el control directo del banco central. Esto es, mediante la política monetaria los bancos centrales pueden influir sobre el proceso de determinación de los precios; sin embargo, debe quedar claro que no siempre las variaciones en éstos se deben a la instrumentación de la política monetaria.¹

Además, la política monetaria sólo puede incidir sobre la actividad económica y sobre el crecimiento de los precios con rezagos: para los países industrializados, estos rezagos son particularmente largos, del orden de dos años (Blinder, 1998; Gil, 1997). Para países menos desarrollados los rezagos suelen ser mayores y menos predecibles, debido en particular a lo estrecho de los mercados financieros y a la poca credibilidad en la autoridad monetaria.

En este sentido, los sistemas financieros poco desarrollados se convierten en un obstáculo para la consecución de los objetivos de política económica. En América Latina en particular, los sistemas financieros suelen ser poco profundos, con activos y pasivos de corto plazo, sujetos a una volatilidad relativamente elevada y con estructuras de mercado claramente oligopólicas; todas estas características impiden que las acciones instrumentadas por la autoridad monetaria se transmitan adecuadamente a los agentes económicos, por lo que el efecto de ellas sobre las tasas de interés, el tipo de cambio y las expectativas es ambiguo y, en ocasiones, contrario a lo esperado por la autoridad, basta recordar el intento de ajuste cambiario en México a finales de 1994.

¹ Aspectos relacionados con la evolución tecnológica, con el clima o con imperfecciones del mercado o políticas salariales influyen también sobre la determinación de los precios. En este sentido, son varios los factores que pueden determinar la inflación, y aunque no todos ellos están bajo el control directo de la autoridad monetaria, ésta puede aparecer como responsable a juicio de la opinión pública.

Sólo cuando los bancos se encuentran razonablemente sanos, la política monetaria puede aumentar su grado de libertad, sin temor a que las fluctuaciones de las tasas de interés o del tipo de cambio derrumben al sistema bancario. En consecuencia, identificar y remover las fuentes de fragilidad financiera se ha convertido en un asunto clave para los encargados de la política macroeconómica en los países en vías de desarrollo.

El manejo del tipo de cambio puede significar otra limitante para la política monetaria. Cuando se pone excesiva atención en el tipo de cambio, puede inducirse una respuesta de política equivocada si el país se enfrenta a perturbaciones reales. La respuesta correcta a una modificación del tipo de cambio claramente depende de la naturaleza de las perturbaciones que produzcan el movimiento cambiario. Si una depreciación del tipo de cambio obedece a una perturbación relacionada a ajustes de cartera, entonces la respuesta correcta sería una restricción de la política monetaria. Sin embargo, si la depreciación es causada por una perturbación adversa en los términos de intercambio, entonces la respuesta apropiada sería una política más laxa. El punto anterior sugiere, por tanto, que la determinación de metas para el tipo de cambio probablemente interfiere con el buen desempeño de la política (Velasco, 2002).

Una implicación de la hipótesis del miedo a la flotación es que aquellos países con tipo de cambio flotante y cuyas autoridades son propensas a intervenir y a mover las tasas de interés locales para prevenir que el tipo de cambio se mueva drásticamente en respuesta a perturbaciones, no gozan de independencia monetaria.

Al respecto, no sobra señalar que si bien –como ya se mencionó anteriormente– entre más abiertos y competidos estén los mercados financieros y la economía en su conjunto, más rápido se transmite la acción de la política monetaria, la apertura irrestricta de la cuenta de capital también es una limitante para dicha política monetaria, especialmente en economías en desarrollo, pues ésta tendrá que actuar en consonancia con la política monetaria del país dominante. Así, una variación en las tasas internaciona-

les de interés implica una variación en el mismo sentido (aunque en diferente proporción) en las tasas de los países en desarrollo, lo cual frecuentemente va en contra de sus necesidades en materia de actividad económica, empleo y precios.

LIMITACIONES A LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO

LA CRISIS cambiaria y financiera que se produjo a finales de 1994 en México obligó a las autoridades monetarias del país a adoptar un régimen cambiario de libre flotación. Por tanto, se abandonó el uso del tipo de cambio como ancla nominal de la economía. Al mismo tiempo, como consecuencia de la devaluación del peso y del repunte de la inflación, la credibilidad del Banco de México se vio, otra vez, severamente dañada.

Debido a la necesidad de adoptar un ancla nominal visible y estricta, en 1995 se fijó un límite al crecimiento del crédito interno neto del banco central durante dicho año. La gran incertidumbre que existía en ese momento respecto de la evolución de la economía mexicana, hacía muy riesgoso utilizar como instrumento de política monetaria la fijación de una tasa de interés de corto plazo, ya que no existían las condiciones de certidumbre para poder fijarla.

Por tanto, se prefirió aplicar un esquema operativo en el que el tipo de cambio y las tasas de interés fuesen determinadas “libremente”; a partir de ahí, el Banco de México estableció como instrumento fundamental de política monetaria el encaje promedio cero (que ha tenido modificaciones) y la utilización del objetivo de saldos acumulados.²

Mediante el anuncio de dicho objetivo el Banco de México trata de enviar señales a los mercados financieros con el propósito de inducir los niveles de la tasa de interés o del tipo de cambio. Bajo este esquema, el Banco de México interviene todos los días en el mercado de dinero mediante subastas ofreciendo créditos

² La inestabilidad de la relación entre los agregados monetarios y las variables objetivo (inflación e ingresos nominales) hace que la fijación de metas monetarias deje de ser apropiada para alcanzar metas predeterminadas de inflación (Mishkin, 2000).

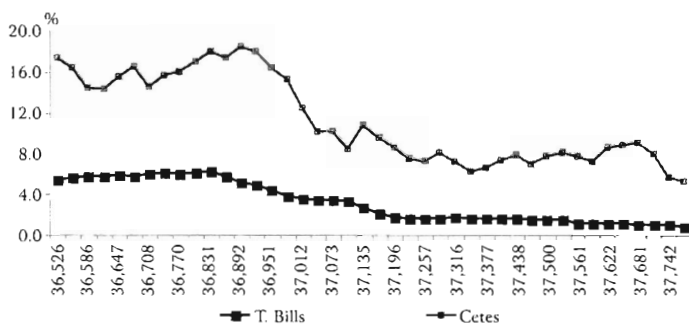
y depósitos o a través de la compraventa de valores gubernamentales en directo o en reporto.³

A partir de 1998, la política monetaria comenzó una transición hacia un esquema de objetivos explícitos de inflación. En consecuencia, en el análisis de las presiones inflacionarias se ha ido restando énfasis al comportamiento de la base monetaria, y se aumentó la importancia de las metas de inflación de corto y mediano plazos.

No obstante, existe gran dependencia de las tasas de interés internas respecto de las internacionales, lo cual implica que si en el exterior predominan tasas altas, en México se tendrán que tener altas a pesar de que la economía interna pida otra situación, y viceversa. Esto puede agudizar el ciclo en lugar de amortiguarlo.

De hecho, las tasas internas tienen una correlación de más de 90 por ciento con las tasas de Estados Unidos, como se puede apreciar en la gráfica 2.

GRÁFICA 2
TASAS DE INTERÉS EN MÉXICO Y EUA*



Fuente: Banxico.

* Bill y Cete, ambos 3 meses.

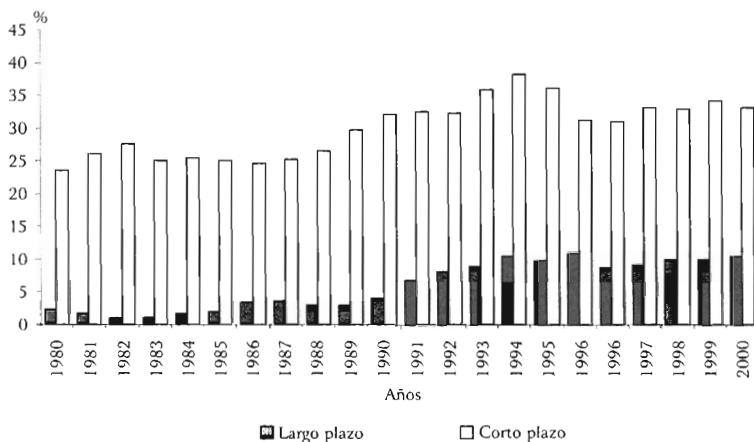
³ El objetivo de saldos acumulados igual a cero señala la intención del banco central de satisfacer la demanda de billetes a tasas de interés de mercado, es decir, de proporcionar los recursos necesarios para que ningún banco se sobregire o acumule saldos no deseados al fin del periodo (política neutral).

Un objetivo negativo, de saldos acumulados (corto), señala el propósito de Banxico de no proporcionar los recursos suficientes a tasas de mercado, lo que obliga a los bancos a conseguir parte de los recursos mediante un sobregiro en sus cuentas corrientes. Esto debe

Además, para que la política monetaria funcione, las expectativas sobre las tasas de interés de corto plazo deben, a través de la curva de las tasas de interés, afectar inmediatamente a las de largo plazo y, de esa manera, poner en funcionamiento el mecanismo antes descrito que lleva a disminuir la presión sobre los precios.

Ello supone, sin embargo, la existencia de mercados financieros profundos y de largo plazo; prácticamente inexistentes en el país. Como se puede apreciar en la gráfica 3, los mercados financieros en México son poco profundos pues apenas equivalen a 45 por ciento del PIB aproximadamente; de esa proporción, sólo alrededor de 10 puntos del producto son instrumentos de largo plazo, que en su mayoría representan recursos del fondo de retiro de los trabajadores.

GRÁFICA 3
INSTRUMENTOS FINANCIEROS
EN CIRCULACIÓN DE CORTO Y LARGO PLAZOS*
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Banxico.

* Incluye instrumentos bancarios y no bancarios. Calculado con base en los agregados monetarios. Información hasta el año 2000 por cambio en metodología por parte de Banxico.

provocar un alza de las tasas, en la medida en que los bancos buscarán los recursos en el mercado de dinero. Todo esto se traduce en una señal de que la autoridad ha adoptado una política monetaria restrictiva.

Por lo tanto, un movimiento en las tasas de interés de corto plazo se debería traducir en movimientos en las tasas de largo plazo, difícilmente impactará sustantivamente la demanda agregada, ya que son relativamente escasos los recursos comprometidos a largo plazo. Es decir, no parece que un aumento de tasas en el largo plazo (originado por un aumento en las de corto plazo) lleve a los agentes a ahorrar ostensiblemente más a largo plazo, pues este tipo de ahorro es fundamentalmente forzoso; así, la demanda agregada no necesariamente disminuye como para reducir presiones sobre el nivel de precios.

El aumento de tasas puede restringir el crédito, pero éste es de tan poca monta en México que el efecto sobre la demanda agregada sería relativamente pequeño.

Tampoco parece lógico esperar que un descenso de tasas de largo plazo lleve a aumentos sustanciales de la demanda agregada, esto por varias razones: en primer lugar, un descenso en la tasa líder (de corto plazo) no se transmite inmediatamente a las tasas de interés activas de corto plazo de los intermediarios financieros, ni mucho menos a las tasas de largo plazo que cobran estas instituciones.

En segundo lugar, para afectar las expectativas de los agentes y que tomen decisiones de invertir se requiere, efectivamente, tasas de interés relativamente bajas, pero tal vez sea más importante que haya estabilidad en esas tasas, que los agentes tengan certeza de que las variaciones van a ser pequeñas y esporádicas, como suele suceder en países con mercados financieros desarrollados.

En tercer lugar, la reducción de las tasas de largo plazo, por la estructura de los mercados financieros en México, aunque estimularan a los agentes para que invirtieran productivamente en lugar de ahorrar a largo plazo en el sistema financiero, el impacto global sería limitado por lo estrecho de los mercados financieros.

Mercados financieros estrechos, de corto plazo, volátiles y oligopólicos, como los existentes en México obstaculizan y limitan la efectividad de la política monetaria.

Como los efectos de la política monetaria sobre las decisiones de consumo e inversión son débiles porque no existe el medio idóneo para la transmisión (mercados financieros profundos, esta-

bles, competidos y de largo plazo), el banco central actúa fundamentalmente sobre las expectativas de los agentes; esto es, tiene gran actividad en los mercados de corto plazo, las tasas cambian todas las semanas, se desconoce el nivel que tendrán en el futuro mediano y se dificulta la toma de decisiones de ahorro, consumo e inversión. La demanda agregada se frena no sólo porque la política monetaria sea restrictiva sino porque genera incertidumbre, especialmente cuando tiene adicionalmente la preocupación del nivel del tipo de cambio (Taylor, 2000).

Efectivamente, para que un esquema de política monetaria basado en metas de inflación funcione adecuadamente se requiere no tener compromisos con alguna otra ancla nominal, específicamente con el tipo de cambio nominal.

Las fluctuaciones del tipo de cambio afectan al índice de precios básicamente por tres vías: primero directamente mediante el efecto sobre los precios de los bienes comerciables, y está relacionado con el grado de apertura de la economía; segundo, mediante el cambio que pueden inducir en las expectativas de inflación, esto es el llamado *pass through*.

En México ha existido desde hace muchos años un elevado efecto de la variación del tipo de cambio sobre el nivel de precios, como se puede apreciar en la gráfica 4.⁴

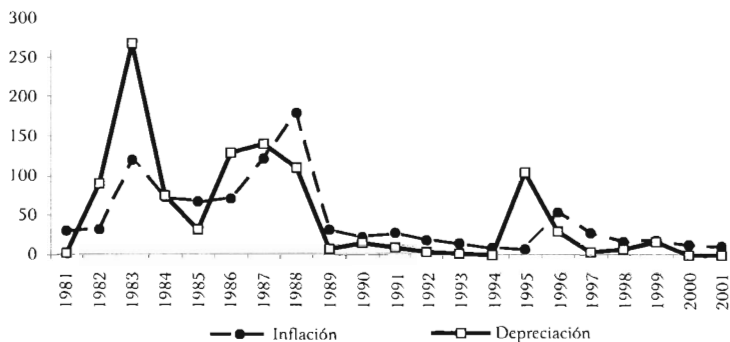
Este fenómeno ha llevado a que el Banco de México no pueda atender únicamente el nivel de tasas de interés como instrumento para combatir la inflación.

Existen varias razones por las cuales en México el efecto del tipo de cambio sobre los precios ha sido mayor que en otras economías. La primera es la integración de la economía a través de la apertura comercial y financiera prácticamente irrestricta, lo que aumenta la sensibilidad de los procesos productivos y de la demanda agregada a las fluctuaciones en el tipo de cambio.

Por otro lado, el historial de alta inflación y crisis de balanza de pagos seguidas de devaluaciones sorpresivas ha contribuido a exacerbar la asociación de las expectativas de inflación con los movimientos del tipo de cambio.

⁴A pesar de que el efecto se ha ido reduciendo paulatinamente en los últimos años, no se puede afirmar que una depreciación cambiaría no va a tener un fuerte impacto sobre los precios, especialmente cuando la demanda agregada no esté deprimida.

GRÁFICA 4
INFLACIÓN Y DEPRECIACIÓN CAMBIARIA*
(Porcentajes)



Fuente: Elaborado con datos de Banxico.

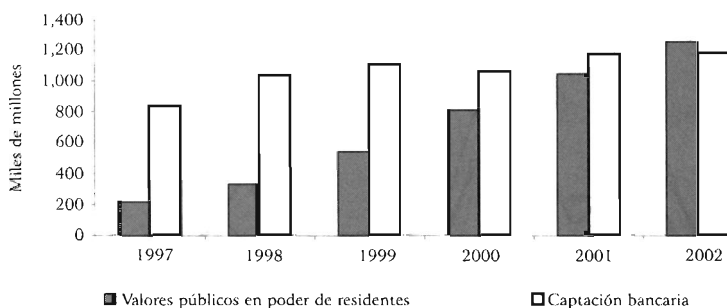
*Variación en la relación pesos por dólar de Estados Unidos.

A pesar de que un régimen cambiario flotante da más libertad a la política monetaria, la importancia del valor de la moneda extranjera ha originado que el Banco de México ponga atención en ella como medio para mantener estables los precios, pero se ha desentendido de los efectos sobre la balanza de pagos, lo que podría acarrear un problema grave posteriormente.

Otra limitación a la política monetaria es la situación del sistema bancario nacional. Un sistema bancario frágil puede minar una instrumentación efectiva de las políticas monetarias y cambiarias. Sólo cuando los bancos se encuentran razonablemente sanos y pueden servir de medio para la transmisión de la política monetaria, ésta puede determinarse sin temor a que las fluctuaciones de las tasas de interés o del tipo de cambio provoquen una crisis.

En México, la situación de los bancos no permite que sean un buen medio para la transmisión de la política monetaria por que su penetración en la economía es muy baja. En la gráfica 5 se aprecia que para el cierre del año 2002 los valores del sector público en poder de residentes en el país son ya mayores que la captación bancaria.

GRÁFICA 5
CAPTACIÓN BANCARIA Y VALORES PÚBLICOS
(Miles de millones de pesos)



Fuente Banxico.

Además, aunque los niveles de capitalización bancaria son relativamente altos, sus ingresos se deben fundamentalmente a la tenencia de dichos valores públicos, no por crédito bien otorgado. Esto quiere decir que el canal financiero del crédito bancario para la transmisión de la política monetaria está debilitado, lo que también sugiere la interrogante acerca del efecto que pueden tener las tasas de interés bajas en los balances bancarios, de la capacidad de estas instituciones para otorgar crédito y de la demanda de crédito bancario de los agentes productivos.

Toda esta serie de limitaciones que enfrenta la política monetaria en México hace pensar a algunos que sería conveniente desaparecer la política monetaria mediante la adopción de un esquema de tipo de cambio fijo irreversible (o casi), de modo que se evitara la inestabilidad en los mercados financieros y cambiarios, ya que con ello se sentarían las bases para el crecimiento económico sostenido. Se aboga entonces por alguna forma de integración monetaria.

INTEGRACIÓN MONETARIA

Marco conceptual

La idea de regímenes cambiarios fijos o la sustitución de la moneda nacional por alguna del exterior tienen sus bases en la teoría de las áreas monetarias óptimas desarrollada en un principio por Mundell (1961).

Esa teoría argumenta que los tipos de cambio fijos son más adecuados para zonas económicas estrechamente integradas por el comercio internacional y los movimientos de capital y trabajo (Mundell, 1961).⁵ Los países que escogen un régimen monetario rígido ceden su política monetaria y cambiaria con la idea de que la ganancia en eficiencia es superior a la pérdida de estabilidad económica.⁶

Sin integración comercial no puede haber una misma política monetaria y cambiaria, pues no se comparten precios. La política monetaria será óptima sólo si los precios entre regiones están muy correlacionados. La integración monetaria supone que todas las zonas tendrán tendencias inflacionarias parecidas, que pueden combatirse con una política monetaria común.

En regiones que no conforman una área monetaria óptima (AMO), el libre comercio no iguala por sí solo los niveles de precios,

⁵El tipo de cambio es efectivo como instrumento de ajuste cuando: 1. un ajuste en los precios relativos de los bienes que se producen en las dos áreas es necesario ante choques asimétricos; 2. los precios domésticos no son completamente flexibles; 3. los precios domésticos no están indexados al tipo de cambio; 4. otros mecanismos de ajuste, tales como la movilidad de factores o el federalismo fiscal están ausentes o muy reducidos. Mundell (1961).

⁶Mundell (1961) y McKinnon (1963) argumentan que la efectividad del tipo de cambio como instrumento de ajuste decrece con la apertura comercial, las variaciones en los precios y salarios neutralizarán las variaciones en el tipo de cambio más rápidamente. La principal contribución de Mundell fue reconocer que la movilidad de los factores podría servir como sustituto del tipo de cambio flexible en el restablecimiento del balance interno y externo. Ingram (1969) amplió el análisis haciendo ver que la movilidad del capital ofrece una alternativa sencilla y más realista como instrumento de ajuste. Kenen (1969) sugiere que el régimen de tipo de cambio flexible como instrumento de ajuste no sería necesario si las economías fueran lo suficientemente diversificadas, el impacto negativo de cualquier choque en un sector podría generar beneficios en otro sector.

La ganancia en eficiencia monetaria está dada por los beneficios por evitar incertidumbre y confusión, así como por los cálculos y transacción que surgen cuando los tipos de cambio fluctúan. La pérdida de estabilidad económica resultante de unirse monetariamente se debe a la renuncia a su capacidad para utilizar el tipo de cambio y la política monetaria como instrumentos para estabilizar la producción y el empleo (Obstfeld y Krugman, 1994).

pues los bienes no comerciables pueden influir con diferente grado en las ventajas comparativas.

Choques asimétricos generan desequilibrios que no se pueden compensar únicamente mediante el libre flujo de bienes, se requiere de otras condiciones, ya sea un acuerdo monetario entre países o una política de tipo de cambio rígido.

Un choque asimétrico implica que una región tendrá presiones expansionistas e inflacionarias, mientras que otra tenderá al desempleo y la deflación. Con precios de bienes y factores flexibles, los mercados se equilibrarían, de tal forma una política monetaria común podría ser funcional para ambas regiones (BID, 1999).

Por el contrario, con precios rígidos una política monetaria común tendría efectos encontrados, pues si fuera relajada favorecería a la zona deprimida en detrimento de la expansiva. Por ello, una condición adicional para que funcione mejor una política de tipo de cambio rígido es que exista flexibilidad en los mercados de bienes y factores.

La flexibilidad perfecta de los mercados de bienes y factores permite que con una sola política monetaria, teóricamente se podría obtener la estabilidad que promueva el crecimiento económico; no obstante, dicha flexibilidad genera un efecto no deseado, pues se pueden ampliar las diferencias de ingresos entre las regiones del área si algunas de ellas tiene que estar deprimiendo el precio de sus factores constantemente.

Por lo anterior, una condición adicional para el buen funcionamiento de políticas cambiarias rígidas es que además de alta integración comercial y cierta flexibilidad en los mercados de capital y trabajo, se tenga libre movilidad de factores de la producción entre las diferentes regiones ligadas por el tipo de cambio. La movilidad de factores disminuiría las diferencias en su remuneración y reduciría las diferencias entre precios de bienes no comerciables.

No hay perfecta integración económica entre diversas naciones, siempre existen más o menos barreras al comercio, rigidez de precios y movilidad de factores; todos estos elementos deben

ser complementarios. Ante un choque asimétrico es posible reducir el costo del ajuste para las zonas en recesión mediante:

- flexibilidad de los mercados que permita la reducción de salarios, beneficios y precios;
- que las mercancías más baratas se puedan vender casi libremente en el resto de la región, y
- que algunos trabajadores y capitales busquen mejores opciones dentro de la zona.

Aún así, es posible que estas condiciones no se combinen de forma tal que eliminen los costos de ajustes regionales ante choques asimétricos. Un recurso adicional es un acuerdo fiscal que permita transferir recursos de las zonas beneficiadas más o menos permanentemente por los choques asimétricos hacia las zonas perjudicadas por ellos. Esto es una unión monetaria.

La integración monetaria puede ser mediante una caja de convertibilidad, la adopción de una moneda externa o una unión monetaria. Son varios los textos donde ya se han discutido las limitaciones y los beneficios de una paridad fija irreversible o dura;⁷ por ello, sólo se esbozarán las ideas centrales de esos arreglos monetarios.

Consejo monetario y dolarización

Un consejo monetario o caja de convertibilidad, y cualquier forma de dolarización (unilateral o negociada) son recursos prácticamente de última instancia, cuando la desconfianza echa por tierra todo intento de las autoridades por estabilizar la economía; situación que, por fortuna, no es la de México en estos momentos.

Un consejo monetario es una institución que emite billetes y monedas convertibles en una moneda extranjera de reserva a una tasa fija. No acepta depósitos. Como reserva, mantiene valores de alta calidad que devengan intereses en moneda extran-

⁷Berg y Brensztstein (2000); Moreno-Brid y Rozo (2000); Gómez (2002); Chapoy, (2002); Grubel, (2001); Williamson (1997); Corden (1997), etcétera.

jera. La reserva es, por ley, igual o mayor al 100 por ciento de sus billetes y monedas en circulación.

El consejo genera beneficios (señoreaje) de la diferencia entre el interés ganado por sus activos de reserva y los gastos para mantener el dinero en circulación. No tiene discreción en política monetaria, las fuerzas del mercado determinan la oferta monetaria, definida como la tenencia de billetes y monedas por parte del público más los depósitos mantenidos en la banca comercial.

El mecanismo cambiario de un consejo monetario (CM), con las modalidades específicas en cada país, ha tenido buenos resultados en lo que se refiere a detener y reducir la inflación cuando ésta se hallaba descontrolada, también es cierto que las tasas de interés nominales disminuyeron notablemente y convergieron hacia las del país emisor de la moneda de reserva. Asimismo, el riesgo cambiario disminuyó drásticamente, aunque no queda eliminado.

Sin embargo, implica la pérdida de hacer política monetaria anticíclica, dejando todo el peso a la política fiscal. Además, al recaer el efecto de cualquier choque en la tasa de interés, el costo recae en la actividad económica y el empleo.

Es decir, se puede obtener cierto nivel de estabilidad financiera, pero en detrimento de la estabilidad de las variables reales en caso de choques macroeconómicos. Vale recordar que una economía abierta, como la mexicana, está muy expuesta a este tipo de choques.

Con consejo monetario se pierde, por supuesto, la posibilidad del prestamista de última instancia, por lo que el sistema financiero en general y bancario en particular tienden a ser poco profundos.

La dolarización no difiere mucho del consejo monetario. No existen suficientes casos de sustitución completa de la moneda, para extraer experiencias y realizar comparaciones. Panamá y Liberia son los casos más notables de dolarización completa y, aunque resultaría interesante conocer su desempeño, no parece muy adecuado tomarlos como ejemplo.

La dolarización implica, además, la pérdida del señoreaje; aunque reduce al máximo posible el riesgo cambiario al eliminar

la posibilidad de una devaluación; mientras el país dolarizado siga siendo soberano, siempre existe el riesgo de revertir la dolarización.

Con la dolarización, la reducción del riesgo cambiario se debe traducir en una disminución aún mayor del riesgo país, lo que repercute en tasas de interés más bajas. Así, la dolarización aumenta la confianza en el esquema monetario, pero también implica mayor rigidez en la política monetaria.

No obstante que la lógica dice que se reduce el riesgo país, existe un elemento que iría en contra de esa reducción. Si una proporción importante de la deuda pública está denominada en moneda nacional, al convertirla a dólares podría –por su monto– aumentar el riesgo de crédito y con ello las tasas (Ortiz, 1999); es decir, al dolarizarse la deuda el gobierno pierde la capacidad para pagar con moneda nacional, de la cual tiene el monopolio de su producción, lo que asegura el cumplimiento de los pagos en última instancia.

Unión monetaria

La idea más seria sobre integración monetaria para México es la constitución de una unión monetaria, en principio con Estados Unidos y Canadá, pero posiblemente también con el resto de América Latina. Esta idea parte, por supuesto, del experimento de la Unión Europea.

La unión monetaria es viable cuando los beneficios de usar una moneda única son ostensiblemente mayores que sus costos; parte de estos últimos, por lo demás, serán transitorios. Los beneficios están dados por la disminución de costos de transacción (aunque éstos se pueden incrementar en el corto plazo), la reducción de la incertidumbre cambiaria, la mayor integración de mercados reales y financieros y la necesidad de menores reservas internacionales.

En consejo monetario o dolarización, la política monetaria quedaría en manos de la FED, en cambio con la unión monetaria se requiere la creación de un banco central de la unión, en el cual

deberían estar representados paritariamente los intereses de los miembros de la organización.

Los criterios que se deben considerar para el establecimiento o integración de una comunidad de países con moneda única, se enfocan al proceso de estabilización y convergencia de las variables monetarias entre los países integrantes de la unión monetaria. Se busca alinear los índices inflacionarios, las tasas de interés y estrechar el margen de variabilidad del tipo de cambio, para converger en la estabilidad monetaria de las economías e introducir la moneda única.

Además, como se mencionó anteriormente, para que funcione un tipo de cambio fijo o una moneda única en diferentes regiones, es necesario: *a*) una elevada apertura o grado comercial entre los países de ese territorio (criterio McKinnon); *b*) una elevada movilidad de factores capaz de responder a perturbaciones asimétricas entre las partes de esa región (criterio Mundell); *c*) un elevado grado de diversificación que minimice la posibilidad de choques asimétricos (criterio Kenen); o, la existencia de un poder fiscal centralizado capaz de hacer frente a los choques asimétricos; eso es, un federalismo fiscal (Tugores, 1995).

La unión monetaria es una etapa de la integración económica y no un instrumento para la estabilización financiera como el consejo monetario o la dolarización. Es una opción de largo plazo y no de golpe; está más orientada a reafirmar objetivos de largo plazo que de corto plazo y es una institución negociada. Vale recordar que no hay suficientes experiencias de uniones monetarias para evaluar, por lo que se requiere averiguar sobre las implicaciones que tendría para México, en su condición de mercado emergente, vincularse monetariamente con dos países desarrollados. Es posible que las autoridades canadienses vean algunas ventajas en la unión monetaria, pero difícilmente es atractivo para Estados Unidos en la actualidad.

En resumen, las características actuales de la economía mundial limitan la autonomía de la política monetaria en general, este fenómeno se agudiza en el caso de los países en vías de desarrollo, cuyos mercados e instituciones obstaculizan la transmisión de

las medidas de política monetaria. Sin embargo, la opción de un tipo de cambio rígido, que implique la enajenación de la política monetaria, parece ser sólo una medida de emergencia y transitoria, que difícilmente puede contribuir al desarrollo en el largo plazo. Asimismo, el establecimiento de uniones monetarias es un proceso arduo y prolongado que no puede ser visto como una solución inmediata a los problemas que genera una política monetaria dependiente.

Medidas para fortalecer la política monetaria

El dilema para la mayor parte de las economías emergentes ya no es si deben adoptar o no regímenes cambiarios de flotación sino más bien cómo instrumentar dicha flotación.⁸

Muchos países (tanto industrializados como en vías de desarrollo) se las han ingeniado para reducir la inflación con regímenes de libre flotación. En este sentido, tanto el advenimiento de los bancos centrales independientes como el uso del esquema de metas de inflación han sido elementos cruciales para reducir la inflación.⁹

En la actualidad, sin embargo, la flotación no provee el aislamiento suficiente de acuerdo con los supuestos de la teoría convencional; pero se debe tener en cuenta que en las economías emergentes las devaluaciones en vez de ser ajustes a desequilibrios

⁸ Frankel, Schmukler y Servén (2000), sostienen que las tasas de interés internas son más sensibles a las tasas de interés internacionales bajo un régimen de tipo de cambio fijo que bajo uno de tipo flexible. Borensztein y Zettelmeyer (2000) han estudiado el grado de independencia monetaria bajo diferentes regímenes de tipo de cambio. En sus cálculos, las tasas de interés internas en países con régimen de libre flotación resultaron menos sensibles a las perturbaciones de las tasas de interés estadounidenses que en países con régimen de tipo de cambio fijo (véase Velasco, 2002).

⁹ La mediana de la inflación en los países con tipo de cambio fijo ha sido persistentemente más baja y menos volátil que en los países con regímenes de tipo de cambio más flexible. No obstante, la diferencia entre la inflación con regímenes de tipo de cambio flexible y fijo ha disminuido a lo largo de la década de los noventa. Esta diferencia era aproximadamente de 17 por ciento en 1990 (en términos anuales) y llegó a reducirse a cerca de 7 por ciento en 1996. A su vez, el desempeño en términos de la mediana de la tasa de crecimiento del producto durante las últimas dos décadas no ha diferido de manera significativa entre los dos conjuntos de países agrupados acorde con el tipo de régimen cambiario (FMI, 1997, citado por Velasco). En los años noventa la diferencia entre ambos grupos en términos de la tasa de crecimiento del producto ha sido persistentemente positiva (cerca de 1 por ciento en términos anuales) en favor del sistema con mayor flexibilidad (Velasco, 2002).

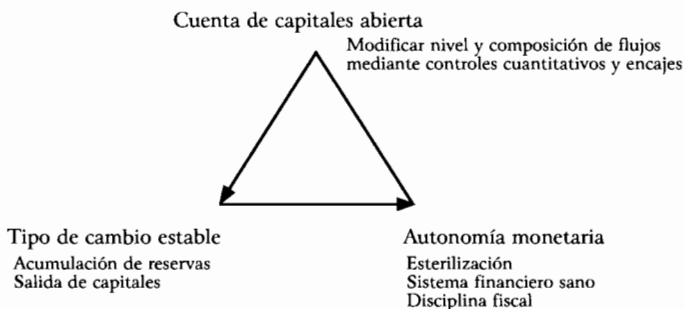
transitorios se convierten en macrodevaluaciones que terminan por ser inflacionarias y profundamente contraccionistas (Velasco, 2002).

Un problema del tipo de cambio flexible es el volumen de dolarización de los pasivos, pues variaciones drásticas e inesperadas del tipo de cambio pueden dar lugar a consecuencias muy dañinas sobre el sistema económico de un país.

La libre flotación puede ayudar a evitar los problemas de la dolarización de pasivos, toda vez que disminuye la probabilidad de una depreciación real abrupta y de gran magnitud. Además, es factible que la flotación genere incentivos para emitir deuda denominada en moneda nacional.

Respecto a la política monetaria, no existen bancos centrales que se abstengan por completo de intervenir en el mercado de divisas, ya sea en forma directa (al adquirir y vender reservas) o indirecta. Por tanto, un aspecto clave es determinar el tipo de flotación sucia que un país debe adoptar.

En este sentido, la coexistencia de tipos de cambio estables, de apertura de la cuenta de capitales y de autonomía monetaria ha sido denominada como la trilogía o el triángulo imposible (Reisen, 1992, citado por Ricardo Martner, 1998; Krugman, 1999). En teoría, sin embargo, no hay nada que impida a un país tener un régimen de tipo de cambio intermedio, ello requiere la disposición a comprometer cierta autonomía de la política monetaria, y aplicar restricciones a los flujos de capital.



La imposibilidad real de lograr los tres vértices del triángulo llevan a que necesariamente se busquen equilibrios diversos.

Varios países no mantienen completamente abierta su cuenta de capitales, mediante el establecimiento de diversos tipos de controles cuantitativos y encajes a los capitales de corto plazo. Además, instituyen mecanismos de flotación sucia dentro de una banda cambiaria, con el fin de evitar arbitrajes masivos de corto plazo. El objetivo de estas normas es modificar el nivel (evitando influjos masivos) y la composición (sesgando la afluencia de capitales hacia los capitales de largo plazo, supuestamente más estables) de los capitales externos. En estas condiciones, es posible obtener ciertas libertades en el campo de la política monetaria, sin renunciar por supuesto a un financiamiento externo sostenible en el largo plazo; ya que la preponderancia de deuda de corto plazo –sobre todo cuando ésta se encuentra denominada en dólares– puede complicar el control monetario y la efectividad de la libre flotación del tipo de cambio.¹⁰

Esa modalidad de apertura de la cuenta de capitales permitió una creciente y sólida integración de la economía chilena a los mercados de capitales internacionales, sin incrementar su vulnerabilidad externa ni hipotecar la autonomía de su política monetaria. En efecto, la gradualidad y selectividad de la apertura de la cuenta de capitales desincentivó la llegada de flujos orientados al mercado bursátil, debido al año mínimo de permanencia requerida, y por esa vía se evitó una burbuja de precios en ese mercado. Asimismo, las empresas chilenas que quisieron captar capitales internacionales lo pudieron hacer sólo gradualmente, proceso que contribuyó a una apreciación no traumática del peso chileno.¹¹

¹⁰Goldfajn y Olivares (2000) encontraron que los controles en la cuenta de capitales reducen la sensibilidad de las tasas de interés internas con respecto a las mundiales.

¹¹Los impuestos a los flujos de capital en los que la tasa impositiva varía en proporción inversa al vencimiento del título (y los flujos de largo plazo tales como la inversión extranjera directa se encuentran exentos) fueron utilizados por Colombia y Chile en los años noventa. Con frecuencia dichos impuestos han sido justificados con base en los resultados de las investigaciones de Sachs, Tornell y Velasco (1996). Estos autores han concluido que el plazo más corto de vencimiento de los flujos de capital es un estimador útil de la vulnerabilidad que antecedió al efecto tequila de 1995, mientras que la magnitud de dichos flujos no lo es. A su vez, Valdés-Prieto y Soto (1996), Larraín, Labán y Chumacero (1997), Bud-

Por otra parte, se debe contar con la posibilidad de instrumentar medidas tendientes a estimular la salida de capitales, como la flexibilización de las normas para la inversión en el exterior y los prepagos de deuda externa (ya sean públicas, privadas o del propio banco central), pues ayudan a aliviar la presión a la revaluación cambiaria que se produce cuando existe un exceso de influjo de divisas (Martner, 1998).

Mantener un tipo de cambio, nominal o real, estable implica tener la capacidad para intervenir en el mercado cambiario, comprando o vendiendo divisas con un alto nivel de reservas y enviando señales claras a los agentes del poder que tiene la autoridad.¹²

La combinación de medidas restrictivas a la entrada y de políticas explícitas de defensa de un tipo de cambio competitivo puede, dentro de ciertos márgenes, otorgar mayores grados de libertad a la política monetaria. Pero el principal instrumento del que dispone el Banco Central para mantener la tasa de interés al nivel que estime compatible con la demanda agregada es su capacidad de esterilización de flujos de capital.

Esta capacidad tiene relación directa con la profundidad del sistema financiero (diversidad de instrumentos) y con el nivel de ahorro doméstico. En tal sentido, los sistemas de pensiones, ya sean públicos o privados, y en general los sistemas financieros orientados al largo plazo pueden otorgar los recursos domésticos necesarios para esterilizar la afluencia masiva de capitales externos. En este aspecto, la política monetaria sería más poderosa con un sistema financiero profundo, competido y con mayor presencia de pasivos de largo plazo.¹³

nevich y Lefort (1997) y Montiel y Reinhart (1997) citados por Velasco (2002), encontraron que las restricciones de referencia han afectado más la composición de los vencimientos de los flujos que su volumen total o la trayectoria del tipo de cambio real.

¹² En el mediano plazo, el aumento de la productividad en los sectores exportadores puede ayudar a compensar los efectos de una reducción paulatina del tipo de cambio real.

¹³ En países del sudeste asiático (Singapur, Malasia e Indonesia), las políticas de intervención y de esterilización han permitido reconciliar de manera exitosa la apertura financiera externa con un crecimiento estable de la cantidad de dinero, inflaciones muy bajas y tipos de cambio reales estables y competitivos. Es cierto que estas políticas de esterilización producen pérdidas para el banco central, en la medida en que obtiene por sus reservas internacionales tasas más bajas que las que ofrece en sus papeles denominados en moneda

Por supuesto que un factor clave para reducir el impacto de choque externos y aumentar la potencia de la política monetaria es estimular el crecimiento del mercado interno. Una economía muy abierta es más vulnerable a estos choques.

CONCLUSIONES

LA POLÍTICA monetaria en México no ha tenido buenos resultados en los últimos 30 años, ni en precios ni en la paridad cambiaria; esto, y el comportamiento errático de la actividad económica en ese mismo periodo, han generado un profundo escepticismo sobre las potencialidades de la política económica en su conjunto y en particular sobre la política monetaria.

El entorno financiero y monetario internacional, caracterizado por la casi nula regulación al flujo de capitales, en particular los de corto plazo; así como las políticas económicas de los países desarrollados, que privilegian sus objetivos internos, han socavado la posibilidad de que los países dependientes puedan instrumentar una política monetaria acorde con sus necesidades de desarrollo económico.

El bajo nivel de desarrollo de instituciones y mercados, particularmente financieros, en los países en desarrollo también son factores que limitan y obstaculizan las medidas que en materia monetaria y financiera intentan aplicar las autoridades nacionales.

En México, la política monetaria está claramente condicionada por la política monetaria que aplica la Reserva Federal en Estados Unidos, ya que las tasas de interés nacionales responden a los movimientos de las tasas del país del norte, lo cual limita la efectividad de dicha política para lograr el necesario equilibrio entre crecimiento de precios y crecimiento del producto.

Además de la dependencia respecto de la política monetaria de Estados Unidos, las acciones del Banco de México deben lidiar

doméstica. Sin embargo, los costos de la esterilización pueden ser ampliamente compensados por la eficiencia macroeconómica que se logra al compatibilizar los tres vértices del triángulo.

con un sistema financiero (y un mercado cambiario) poco profundo, de corto plazo, volátil y oligopólico, lo cual obstruye su eficiente propagación; por ello, dicha institución tiene que actuar con mayor frecuencia y enfocarse al objetivo único de estabilizar los precios.

La alternativa a la política monetaria dependiente y limitada es la integración monetaria; ésta podría adoptar la forma de una caja de convertibilidad, una dolarización unilateral o negociada y, en el largo plazo, una unión monetaria.

Tanto la caja de convertibilidad como la dolarización son opciones inviables para México en la actualidad, ya que son esquemas aplicables cuando las variables financieras y los precios están completamente descontrolados. Tampoco parecen una opción conveniente ya que son esquemas muy rígidos que impiden que la autoridad reaccione –aun con el escaso margen de maniobra existente– ante choques asimétricos, cuyos costos se transferirían completamente a la actividad económica y el empleo.

La unión monetaria en América del Norte es una opción que puede ser más conveniente, pero irremediamente tendría que ser en el largo plazo; no obstante, se tendrán que cuidar infinidad de aspectos en una negociación que seguramente sería ardua y prolongada, para asegurar los intereses nacionales. Presumiblemente, Estados Unidos no estaría interesado a establecer una unión monetaria pues sus beneficios no son evidentes.

Los límites de la política monetaria en México son muy estrechos y los arreglos monetarios alternos son poco viables y poco convenientes en estos momentos; sin embargo, sí sería posible encaminar recursos, esfuerzos y voluntades para aumentar los márgenes de operación de esa política. Efectivamente, si bien debe quedar claro que es prácticamente imposible tener una política monetaria independiente en el mundo actual, también es cierto que se podría lograr un equilibrio flexible entre los tres vértices del *triángulo imposible* mediante la regulación a la entrada y salida de capitales, lo que fortalecería la efectividad de la política monetaria.

La política monetaria ganaría en efectividad si los mercados financieros fueran más competidos y estables, se alargaran sus

plazos y penetraran más en la economía. Un mercado interno grande y fuerte es otro elemento fundamental para que la política monetaria sea un poco menos dependiente.

La consecución de todas estas características debería ser una prioridad nacional y, simultáneamente, se debería ir explorando y entrar en negociaciones con los dos países del norte para ver la posibilidad de establecer una unión monetaria.

BIBLIOGRAFÍA

- BAQUEIRO, Díaz de León y Torres (2003), *¿Temor a la flotación o a la inflación? La Importancia del "traspaso" del tipo de cambio a los precios*, Documento de Investigación núm. 2003-02, Banco de México.
- BBVA-BANCOMER (2002), *Hacia la estabilidad permanente de los precios*, Serie Propuestas núm. 24, México.
- BERG Y BORENSZTEIN (2000), *Ventajas e inconvenientes de la plena dolarización*, FMI.
- BERGSTEN, F. (1999), "Dollarization in Emerging-Market Economies and Its Policy Implications for the United States", *Institute for International Economics*.
- BERNANKE, Ben (1983), "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *American Economic Review*, 73.
- BID (1999), "El euro y su efecto sobre la economía y la integración en América Latina", *Banco Interamericano de Desarrollo*, mimeo.
- BLINDER, A. (1998), *El banco central: teoría y práctica*, España, Antoni Bosch Editor.
- CALVO, G. (1999), "On Dollarization", *Manuscript. University of Maryland*.
- y C. Reinhart (1999), "When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options", *Manuscript. University of Maryland*.
- CORDEN, M. (1997), "The Dilemmas of Currency Boards", en *Currency Boards and External Shocks. World Bank Latin American Caribbean Studies*.
- CHAPOY, A. (2002), "Los bloques regionales como potenciales uniones monetarias", en Mántey y Levy (comps.), *Globalización financiera e integración monetaria*, México, Miguel Ángel Porrúa-UNAM.
- EICHENGREEN, B. (2000), *Hacia una nueva arquitectura financiera internacional*, México, Oxford University Press.

- FRANKEL, Schmukler y Servén (2000), "Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime", mimeo., Banco Mundial.
- GIL, F. (1997), "La política monetaria y sus canales de transmisión en México", en *La política monetaria en México*, Gaceta de Economía, México, ITAM.
- GOLDFAJN Y OLIVARES (2000), "Dollarization: The Case of Panama", presentado en el Segundo Panel de Economía, Río de Janeiro.
- GÓMEZ, G., (2002), "Consejos monetarios y sistemas bancarios", en Mántey y Levy (comps.), *Globalización financiera e integración monetaria*, México, Miguel Ángel Porrúa-UNAM.
- GRIER, Kevin B. y Robin M. Grier (1997), *El papel de la estrategia cambiaria en el comportamiento económico de países en desarrollo: evidencia para 1997*, Centro de Investigación y Docencia Económica.
- GRUBEL, H. (2001), *El Amero. Una moneda para América del Norte*, México, Ediciones Cal y Arena.
- GUITIÁN, M. (1999), "Repercusiones de los flujos de capital internacionales de capital en la política económica", *Finanzas y Desarrollo*, FMI, marzo.
- HAUSMANN, Ricardo y Liliana Rojas-Suárez (1997), *Las crisis bancarias en América Latina*, Fondo de Cultura Económica.
- HERNÁNDEZ Y TRIGUEROS (1997), "Tipo de cambio real y régimen monetario", en *La política monetaria en México*, Gaceta de Economía, México, ITAM.
- IBARRA, David y Juan Carlos Moreno-Brid (1999), "Régimen cambiario: un debate actual", *Revista Comercio Exterior*.
- INGRAM, J.C. (1969), "Comment: The Currency Area Problems", en Robert A. Mundell y Alexander K. Swoboda, *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago, University of Chicago Press.
- KENEN, P.B. (1969), "Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", Robert A. Mundell y Alexander K. Swoboda, en *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago, University of Chicago Press.
- KRUGMAN, Paul (1999), "Analytical afterthoughts on the Asian crisis", www.web.mit.edu/krugman/www/
- LALONDE, R. y P. St-Amant (1995), "Áreas de moneda óptima: el caso de México y de Estados Unidos", *Monetaria*, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.
- MÁNTEY, G. (1997), *Lecciones de política monetaria*, México, UNAM.

- _____ (2002), "Política monetaria con oligopolio bancario: el gobierno como emisor de última instancia y el sobreendeudamiento público en México", *Momento Económico*, núm. 120, pp. 2-13.
- MARSHALL, J. (2000), *Movilidad internacional de capitales y desarrollo de los mercados financieros*, Encuentro "Regulación del mercado de capitales", Santiago de Chile.
- MARTÍNEZ, Sánchez y Werner (2001), *Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México*, Banco de México, Documento de Investigación núm. 2001-02.
- MARTNER, R. (1998), *Volatilidad y ciclo en América Latina: debates e implicancias de política económica*, Santiago de Chile, Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social.
- MCKINNON, R. (1969), "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 53, pp. 717-725.
- MISHKIN, F. (2002) "De metas monetarias a metas de inflación: Lecciones de los países industrializados", en *Estabilización y política monetaria: la experiencia internacional Banco de México*, Documentos presentados en el Seminario del 75 Aniversario, México.
- MORENO-BRID y Rozo (2000), "Dolarización: conveniencias y inconveniencias para México", en Mántey y Levy (comps.), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, México, UNAM.
- MUNDELL, Robert. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review* 51, pp. 657-665.
- O'DOHERTY (1997), "La instrumentación de la política monetaria por el banco central", en *La política monetaria en México*, Gaceta de Economía, ITAM, México.
- OBSTFELD, M. y P. Krugman (1994), *Economía internacional*, McGraw Hill, España.
- ORTIZ, G. (1999), "Dollarization: Fad or Future for Latin America", Washington, D.C., U.S.A., International Monetary Fund Economic Forum, International Monetary Fund.
- REISEN, H. (1992), *The "Impossible Trinity" in South-East Asia*, mimeo.
- SACHS, TORNELL Y VELASCO (1996a), "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995", *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 1, pp. 147-198.
- _____ (1996b), "The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?", *Economic Policy*, 22, pp. 13-56.
- TAYLOR, J. (2000), "Uso de reglas de política monetaria en economías de mercado emergentes", en *Estabilización y política monetaria: la experien-*

- cia internacional Banco de México*, Documentos presentados en el Seminario del 75 Aniversario, México.
- TUGORES, J. (1995), *Economía internacional e integración económica*, 2a ed., España, Ed. Mc.Graw Hill, p. 189.
- VELASCO, A. (2002), “Tipos de cambio en mercados emergentes: el futuro de los regímenes de flotación”, en *Estabilización y política monetaria: la experiencia internacional Banco de México*, Documentos presentados en el Seminario del 75 Aniversario, México.
- WILLIAMSON, J. (1995), “El manejo de los flujos de entrada de capitales”, en *Pensamiento Iberoamericano*.
- (1997), “Features and Implications of Currency Boards: Some Thoughts about the Argentine Situation”, en *Currency Boards and External Shocks*, World Bank Latin American Caribbean Studies.

*Controles de capital, tipos de cambio e inflación en el contexto de la globalización financiera***

INTRODUCCIÓN

EL PROPÓSITO de este trabajo es el de analizar los procesos de determinación de los tipos de cambio en el actual entorno de globalización financiera, y estudiar en qué medida el establecimiento de controles a los flujos de capital puede contribuir a una mayor estabilidad de dichos tipos de cambio. El tema en sí dista mucho de ser sencillo. La existencia de varias teorías de la determinación de los tipos de cambio, asociadas todas ellas a varios enfoques sobre los desequilibrios en las cuentas de la balanza de pagos, hacen que el tratamiento del problema sea bastante complejo. Por otra parte, la actual “globalización” y la existencia de enormes flujos de capital internacional altamente volátil, sin regulación alguna, ha sometido a todas las teorías existentes a duras pruebas, sin que pueda decirse con certeza que alguna de ellas sea la que tiene un mayor poder explicativo.¹

A los anteriores problemas se añade el hecho de que la evidencia empírica existente es bastante escasa y limitada, debido en gran

* Era profesor titular “C” del Departamento de Economía-CSH, Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Iztapalapa, México, D.F.

** Ponencia presentada en el seminario Desarrollo Económico y Estabilidad de Precios con Mercados Financieros Globales: Una Visión Actualizada del Conflicto y Desarrollo, IIE, Facultad de Economía UNAM, México.

¹ Para efectos de exponer sucintamente las principales teorías de la determinación del tipo de cambio, se utilizaron: Paul R. Krugman y Maurice Obstfeld, *Economía internacional: teoría y política*, Madrid, España, McGraw Hill, 1998; y Paul R. Krugman, *Currencias and Crises*, Cambridge, Estados Unidos, MIT Press, 1998. Para las distintas teorías de la inflación se utilizaron varias obras, principalmente: Andrés Fernández Díaz, José Alberto Parejo Gámir y Luis Rodríguez Sáiz, *Política económica*, Madrid, España, McGraw Hill, 1996; y Pierre-Richard Agénor y Peter J. Montiel, *La macroeconomía del desarrollo*, México, FCE, 2000.

parte al carácter bastante discutible de la misma, ya que depende de la formación de expectativas en un entorno de incertidumbre. En efecto, la actual globalización y la virtual imposición a nivel internacional de un “pensamiento único” en el campo de la teoría económica, ha llevado a que las propuestas tendientes a establecer una regulación mínima internacional a los flujos de capital sean consideradas como herejías inaceptables. Las pocas propuestas actuales en tal dirección han sido formuladas en muy contados países, y con carácter *ad hoc*, bajo circunstancias de dificultades extremas. Sin embargo, la frecuente recurrencia de crisis financieras extremas en el ámbito internacional durante las últimas dos décadas ha puesto de nuevo sobre el tapete la urgencia de al menos discutir sobre el establecimiento de un sistema financiero internacional con regulaciones mínimas.

Entre tanto, no se le escapa a los observadores más incisivos, como Paul R. Krugman² y Joseph Stiglitz³ por ejemplo, que aquellos países con controles de cambios, como India y China, fueron justamente los que escaparon de los rigores de la crisis asiática de 1997-1998, ni que aquellos que los establecieron como medida de urgencia, como Malasia, fueron también los que más rápidamente se recuperaron de la caída. En todos estos casos, la forma asumida por dichos controles consiste en regular la convertibilidad de la moneda, impidiendo así la libre salida de capitales, ya sean locales o extranjeros.

En otros casos, sin embargo, las regulaciones son impuestas a *las entradas* de capital, a fin de seleccionar cualitativamente las mismas desalentando aquellas que consisten en capitales especulativos volátiles de corto plazo. El caso más citado es el de Chile, aunque otros menos conocidos pero también pertinentes son los de Colombia y Malasia (en 1994). En este trabajo haremos referencia a ambas experiencias.

² Paul Krugman, “Capital Control Freaks: How Malaysia got away with economic heresy”, *Slate*, 27 de septiembre de 1999.

³ Joseph E. Stiglitz, *El malestar en la globalización*, Madrid, España, Taurus, 2002.

EL FACTOR INFLACIONARIO

DESDE LUEGO, al analizar todas estas experiencias, es muy importante tomar en cuenta los procesos inflacionarios existentes en los casos analizados, ya que los controles de cambio de cualquier tipo son incompatibles con procesos inflacionarios intensos y sostenidos. Sin embargo, un tratamiento detallado del proceso inflacionario en sí rebasaría los propósitos de este trabajo, razón por la cual supondremos que en este análisis el factor inflacionario está bajo control dentro de límites razonables. Por lo demás, tal ha sido el caso en los países que establecieron controles a las percepciones de capital, y que son los que aquí traemos a colación: Chile, Malasia y Colombia.

Sobre la inflación también existen numerosas teorías al respecto. En América Latina, desde los célebres debates de los años sesenta entre “estructuralistas” y “monetaristas”,⁴ hasta la discusión sobre los programas de “choque” antiinflacionarios “ortodoxos” y “heterodoxos” de la década de los ochenta,⁵ el tema ha sido objeto de intensas polémicas tratando de explicar los procesos inflacionarios de esas épocas y las políticas necesarias para combatirlos. Actualmente, la ortodoxia neoliberal predominante ha convertido el combate contra la inflación en la meta única de una política económica “sensata”, y se acepta sin mayores críticas la teoría cuantitativa del dinero. Casi siempre se postula sin mayor discusión que la causa de la inflación es la monetización de los déficit fiscales del gobierno, lo cual es discutible.⁶

⁴Para una presentación detallada de dicha controversia por parte de algunos participantes en la misma, véase Albert O. Hirschman (ed.), *Latin American Issues*, Nueva York, Twentieth Century Fund, 1961.

⁵Hicimos un balance de esta polémica en: Jaime Puyana F., “Teoría y práctica de los planes de choque antiinflacionarios en América Latina: los programas ortodoxos (parte I)” y “Teoría y práctica de los planes de choque antiinflacionarios en América Latina: los programas heterodoxos (parte II)”, en VV AA., *Economía internacional: conceptos, teorías y enfoques*, Serie Investigación núm. 7, México, UAM-I, 1992.

⁶Véase, por ejemplo, Korkut Erturk, *On the Changing Nature of Currency Crises*, Levy University, 2003, p. 4; y Jan Kregel, “An Alternative View of the Argentine Crisis: Structural Flaws in Structural Adjustment Policy”, *Investigación Económica*, núm. 243, enero-marzo de 2003, pp. 17-19.

Debe por lo menos mencionarse que a finales de los setenta y comienzos de los ochenta, varios países del cono sur se encontraban implementando programas antiinflacionarios de estabilización, en el contexto de una cuenta de capital liberalizada, una política que se llevaba a cabo por vez primera. Por otra parte, el tipo de cambio nominal se utilizaba como “ancla”, con la creencia de que las políticas de austeridad fiscal no eran suficientes para reducir la parte “inercial” de la inflación. En varios casos, se intentaba disminuir la inflación reduciendo crecientemente la tasa de devaluación. Al no descender la inflación al mismo ritmo que la tasa de devaluación, hubo una apreciación real de la moneda, una caída de las exportaciones netas, y una burbuja en el consumo que eventualmente conduciría a una crisis.

En los últimos años, el debate sobre la inflación se centra fundamentalmente en las interacciones y la posible inconsistencia entre las políticas fiscal, monetaria y de tipo de cambio; los factores estructurales como el grado de movilidad del capital y el carácter inercial de precios y salarios; la credibilidad de las políticas antiinflacionarias propuestas, y el papel de las expectativas con respecto a las políticas a seguir en el futuro. Puede afirmarse que existen dos modelos: el “ortodoxo” o “monetarista”, que se centra en las interacciones entre déficit fiscales, la creación de dinero y la inflación, y los modelos de corte “neoestructuralista”, que enfatiza las relaciones existentes entre cuellos de botella alimentarios, distribución del ingreso y los conflictos sociales en la determinación de los salarios reales. En realidad, no es correcto afirmar que se cuenta con un modelo de inflación definitivo. Asumiremos, por lo tanto, que el factor inflacionario está bajo control, y que puede ejercer una influencia muy importante en la configuración de expectativas de los agentes económicos.

ENFOQUES ALTERNATIVOS SOBRE EL MECANISMO DE AJUSTE DE LA BALANZA DE PAGOS

LOS PLANTEAMIENTOS teóricos sobre la determinación del tipo de cambio están estrechamente asociados con los diversos enfoques

que se tengan sobre el mecanismo de ajuste de la balanza de pagos. Estos últimos son variados, y pueden distinguirse entre aquellos que se derivan de la teoría económica neoclásica, y los que provienen de la macroeconomía keynesiana. Los primeros sostienen que son los cambios en el nivel de precios y en los precios relativos los que logran desplazamientos hacia puntos de equilibrio en la balanza de pagos, mientras que para los segundos, son las variaciones en el nivel de producción e ingreso, resultantes de los cambios en la balanza de pagos, la fuerza que posteriormente incide de nuevo en la misma, asegurando mediante un proceso iterativo el desplazamiento hacia un eventual equilibrio.

Dado que la presentación detallada de estos enfoques se encuentra en los escritos de sus autores originales y en innumerables libros de texto, referimos al lector a los mismos.⁷ Nos limitaremos a mencionar que, en general, se acepta que los principales son en la actualidad los siguientes: el enfoque elasticidades, el enfoque ingreso-absorción, el enfoque desplazamiento (*switching*), el enfoque monetario, y el llamado enfoque fiscal de la nueva escuela de Cambridge.⁷

Es importante destacar que la mayoría de estos enfoques fueron desarrollados durante el periodo de vigencia de la estructura financiera surgida de los acuerdos de Bretton Woods, cuando prevalecían los tipos de cambio fijos. Por otra parte, fueron formulados con referencia a las características propias de economías industrializadas y desarrolladas, y no de países en desarrollo. Haremos una presentación muy sucinta de cada uno de ellos, destacando sus supuestos principales y sus limitaciones.

Como puede verse, en este enfoque el sector externo de un país está constituido en su totalidad por la balanza comercial, constituyendo los servicios una parte ínfima del mismo. Ésta, desde luego, era básicamente la situación existente desde los albores

⁷ Para una exposición detallada de cada uno de estos enfoques, véase Andrés Fernando, Díaz, José Alberto Parejo Gámir y Luis Rodríguez Sáiz, *Política económica*, Madrid, España, McGraw Hill, 1996; y Roura Cuadrado (coord.), *Introducción a la política económica*, Madrid, España, McGraw Hill, 1995. También, aunque no sistematizado de la misma manera, Paul R. Krugman, *Economía internacional: teoría y práctica*, Madrid, España, McGraw Hill, 1998, parte III.

del capitalismo hasta los comienzos del siglo xx. Así, no es de extrañarse que el foco de atención del análisis sea la balanza comercial y sus desequilibrios. Desde entonces, sin embargo, la balanza de pagos se ha convertido en un fenómeno mucho más complejo, y las transacciones en servicios y los flujos de capital han hecho que su análisis sea cada vez más complejo.

Ahora bien, los diferentes enfoques sobre los desequilibrios en las cuentas de la balanza de pagos intentan responder fundamentalmente a dos interrogantes: cuál es el origen del desequilibrio, y cuáles son los mecanismos de ajuste que lleven a la formulación de políticas económicas que conduzcan al mismo. De los enfoques arriba enumerados, tenemos que el “enfoque elasticidades” hace énfasis en los precios como elemento correctivo de los desequilibrios en la cuenta corriente de la balanza de pagos, mientras que los enfoques “ingreso-absorción” y el “fiscal de la nueva escuela de Cambridge” basan el proceso de ajuste de la balanza de pagos en las fluctuaciones en el nivel de ingreso. El enfoque monetario, por su parte, considera que todo desequilibrio en la balanza de pagos es un fenómeno monetario. Este último, por razones que quedarán claras posteriormente, es el enfoque predominante en la actualidad.

El *enfoque elasticidades* centra su análisis en el impacto de una devaluación del tipo de cambio en las exportaciones y las importaciones de un país, como mecanismo eficiente de corrección. Se plantea que es necesaria una elevada elasticidad del saldo comercial con respecto a las alteraciones en el tipo de cambio, si la devaluación va a ser un mecanismo adecuado de ajuste.

Este enfoque se basa en supuestos bastante restrictivos. Un caso especial es cuando se tiene la llamada “condición Marshall-Lerner”, que consiste en que para que una devaluación mejore la balanza comercial, la suma de los valores absolutos de la elasticidad de demanda extranjera por exportaciones y la elasticidad de demanda nacional por importaciones sea mayor que la unidad: $e_x + e_m > 1$. Se supone que inicialmente la balanza de bienes y servicios se encuentra en equilibrio, antes de la devaluación, y que las elasticidades de las respectivas ofertas es de infinito a fin de que los precios

no sean alterados por cambios en la demanda (los precios relativos sólo pueden ser alterados por variaciones en el tipo de cambio).

Aparte de lo anterior, se prescinde de movimientos de capital –un supuesto heroico en la actualidad–, fluctuaciones en las tasas de interés, y variaciones en la oferta monetaria. También deja de lado los efectos secundarios en los niveles de precios y de ingreso. Como puede verse, es un análisis muy limitado en sus alcances, y básicamente corresponde a una época en la que el componente principal de la balanza de pagos era la balanza comercial, mientras que las transacciones en servicios y los flujos de capital no ocupaban el lugar crucial que tienen en la actualidad.

El *enfoque ingreso* (y un caso especial del mismo, el *enfoque absorción*) fue desarrollado por discípulos de Keynes que consideraron necesario analizar el caso de una economía “abierta” y observar el proceso de ajuste en la balanza de pagos resultante de variaciones en el ingreso nacional.⁸ Al aplicar la teoría keynesiana de la determinación del ingreso, es claro que las variaciones en las exportaciones y las importaciones, vía multiplicador, impactarán el nivel de ingreso, y tales efectos influyen a su vez en la cuenta corriente. El grado de elaboración de estos modelos puede variar sustancialmente de autor a autor, pero en esencia este enfoque separa los cambios autónomos en las exportaciones y las importaciones, de los cambios inducidos resultantes de las variaciones en el nivel de gasto agregado. Así, un desequilibrio originado por variaciones autónomas de las exportaciones y/o las importaciones, puede ser compensado mediante una política económica activa que altere los componentes del nivel de gasto agregado. Sobra destacar que este tipo de enfoque es bastante impopular en la actualidad con la comunidad académica de economistas ortodoxos, ya que implica políticas económicas activas por parte del gobierno.

El *enfoque absorción*, como se mencionó arriba, constituye una variante del enfoque ingreso. S.S. Alexander, en 1952, sugirió que

⁸Dado que distintas versiones de este enfoque han sido expuestas en incontables libros de texto, referimos al lector a los mismos. Una buena lista de referencias puede encontrarse en D. Fernández, Parejo Gámir y Rodríguez Sáiz, *op. cit.* Para el *enfoque absorción*, véase S.S. Alexander, “Effects of a Devaluation on a Trade Balance”, *IMF Staff Papers*, abril de 1952.

una formulación basada en la brecha entre el nivel agregado de ingreso, por una parte, y el nivel total de gasto, por otra constituía un enfoque más fructífero que enfoques basados en precios relativos tal como el “enfoque elasticidades”. Así, si llamamos “absorción” al nivel de gasto interno ($A = C + I + G$), y (B) al saldo en cuenta corriente ($X - M$), entonces tenemos que $B = Y - A$.

Lo anterior implica que el saldo en cuenta corriente es la diferencia entre la producción y el nivel de absorción interno. El nivel de producción (ingreso) sería la determinante primaria de la absorción, y esta última determinaría la balanza en cuenta corriente. Sin embargo, la absorción también sería función de otras variables, dentro de las cuales el nivel de precios internos jugaría un papel importante. En general, los cambios en la cuenta corriente pueden expresarse como: $B = Y - A$. Así, puede verse que si la economía se encuentra operando a niveles menores a la plena utilización de los recursos, entonces es posible mejorar la cuenta corriente aumentando el nivel de ingreso en una mayor cuantía que el nivel de absorción. Pero a pleno empleo, solamente reducciones en el nivel de absorción podrían mejorar la balanza de pagos.

Los anteriores tratamientos de los desequilibrios en la cuenta corriente de la balanza de pagos también son acompañados por algunos enfoques difíciles de clasificar, pero que merecen ser mencionados. Uno de ellos es el llamado *enfoque desplazamiento* (*switching*), que consiste fundamentalmente en una serie de recomendaciones de política discrecional por parte del gobierno, a fin de *desplazar* o desviar el gasto de la producción importada hacia la producción doméstica, a fin de “corregir” la balanza comercial. El abanico de recomendaciones es variado, y depende mucho del contexto específico donde se efectúe. En el caso de América Latina, las políticas de industrialización sustitutiva de importaciones (ISI) alentadas por sectores de la CEPAL dieron la pauta durante la década de los cincuenta. Dentro de este conjunto de medidas pueden incluirse controles a las importaciones (contingentación, aranceles, depósitos previos a las importaciones, licencias previas, etcétera) y controles de cambios. No nos detendremos en el tratamiento detallado de este enfoque por el momento, dado que el

caso de los controles de cambios, particularmente los controles a las entradas de capitales especulativos de corto plazo, será analizado extensivamente en la parte final de este trabajo. Sin embargo, cabe anotar que el mismo ha tenido un resurgimiento en los últimos años, como consecuencia de las crisis que han afectado a importantes áreas de Asia y América Latina.

Puede observarse que en todos los casos anteriores, la problemática fundamental era la de explicar los desequilibrios *en la cuenta corriente*, a fin de dar una solución a los mismos. La razón primordial era la de que las instituciones reguladoras que surgieron de los acuerdos de Bretton Woods (agosto de 1944), inspiradas por las concepciones económicas de sus gestores (John M. Keynes y Harry D. White), consideraban que un “desequilibrio fundamental” a corregir era el surgimiento de un déficit persistente *en la cuenta corriente de la balanza de pagos*.

En efecto, tanto el Banco Mundial como el FMI debían velar por el cumplimiento de las regulaciones establecidas a los flujos especulativos de capitales de corto plazo, ya que los mismos eran considerados como una de las causas principales del colapso de las relaciones financieras internacionales durante el periodo de la entreguerras en los años treinta. Al concluir la Segunda Guerra Mundial, se instauró un sistema financiero internacional basado en tipos de cambio fijos pero ajustables, y éste se consideraba, correctamente, como incompatible con flujos de capital no regulados a nivel internacional. De allí a que el objetivo de la libre convertibilidad lo fuese tan solo en la cuenta corriente, excluyendo del mismo a la cuenta de capitales.⁹

⁹Hemos tratado extensivamente sobre toda esta problemática en otros trabajos. Véanse los de Jaime Puyana Ferreira, *Movilidad internacional del capital, regímenes cambiarios y política económica: hacia un nuevo orden financiero internacional o hacia una crisis global*, ponencia presentada en el Seminario Internacional sobre Políticas de Desarrollo con Globalización, ENEP Acatlán, junio de 2000; *Flujos internacionales de capital e inestabilidad financiera internacional: ¿hacia una Recesión Mundial?*, ponencia en el 1 Seminario de Economía Financiera 2001, IIE, UNAM, México, 2001; *Inestabilidad financiera internacional, controles de capital, y regímenes cambiarios: su impacto en la política económica latinoamericana*, trabajo a ser publicado en el *Anuario 2000*, Dpto. de Economía, UAM-I. *Liberalización de flujos de capital y su impacto en la economía mundial*, Ecuador, Debate, núm. 57, diciembre de 2002, Quito, Ecuador. *Liberalización mundial de capitales, desequilibrios macroeconómicos y recesión mundial*, ponencia presentada en el seminario Financiamiento del Desarrollo con Mercados Globalizados de Dinero y de Capital, Facultad de

En efecto, el artículo VI de la Constitución del FMI establecía claramente que un país miembro podía limitar mediante controles el acceso a su moneda, cuando las transacciones internacionales de capital tenían fines especulativos implícitos. El FMI, por su parte, podía impedir que sus créditos se utilizaran para financiar fugas de capital. Aunque el sistema surgido en Bretton Woods fue relativamente exitoso, particularmente si su desempeño se compara con lo ocurrido durante el periodo de entreguerras y lo que ocurre en la actualidad, éste no debe idealizarse como acostumbra hacerlo hoy día algunos economistas nostálgicos de un pasado imposible de restaurar. El sistema, como ya lo hemos mencionado en otros trabajos, llevaba dentro de sí mismo los gérmenes de su propia destrucción.

Tras el colapso de los ordenamientos surgidos en Bretton Woods, a comienzos de la década de los setenta, se implementó el sistema de tipos de cambio fluctuantes que impera en la actualidad. Esto llevó a que formulaciones tales como el “enfoque monetario de la balanza de pagos”, que enfatizaban las variaciones en las reservas internacionales como la variable clave para determinar la existencia de problemas en la balanza de pagos, desplazando a los restantes enfoques. La razón primordial reside en que actualmente, en el ámbito de la “globalización” financiera generalizada, la ortodoxia dominante enfatiza la apertura y liberalización no solamente de la cuenta corriente de la balanza de pagos, sino también de la cuenta de capitales. Esto es para asegurar el libre movimiento de los mismos, sin cortapisas de ningún tipo.

Obviamente, al verse la problemática de la balanza de pagos en estos términos, necesariamente se le comenzó a prestar una mayor atención al “enfoque monetario de la balanza de pagos”, el cual había sido esbozado inicialmente en la década de los cincuenta por Hahn y Johnson¹⁰ y desarrollado posteriormente por

Economía, UNAM/ENEP Acatlán, junio de 2001. *Mercados financieros turbulentos, estancamiento económico, y controles a flujos volátiles de capital*, ponencia presentada en el Seminario Anual del Área de Teoría Económica, 5 de diciembre de 2002, Dpto. de Economía, UAM-I, México.

¹⁰F.H. Hahn, “The Balance of Payments in a Monetary Economy”, *Review of Economic Studies*, vol. 26, 1959, pp. 110-125; y H.G. Johnson, “Towards a General Theory of the Balance

autores tales como Mundell, Jones, Kemp, Dornbusch, McKinnon, Negishi, etcétera.

Básicamente lo que sostiene este enfoque es que la variación en las reservas internacionales es, ante todo, un fenómeno monetario. Como quiera que la balanza de pagos es una medida de los flujos monetarios, éstos solamente pueden ser explicados mediante desequilibrios entre la oferta y la demanda de dinero. La diferencia entre los ingresos y los gastos agregados de los residentes y no residentes de un país determinado determinan las variaciones en las reservas internacionales. Así, un déficit en cuenta corriente refleja un exceso de demanda en el flujo de bienes y servicios, mientras que un superávit en la cuenta de capitales refleja un exceso de oferta de activos a agentes económicos extranjeros. El enfoque monetario se explica por lo general mediante un modelo sencillo que relaciona la balanza de pagos con el mercado de dinero.¹¹ En última instancia, las variaciones en las reservas internacionales terminan siendo una función directa de la demanda por saldos reales de dinero y una función inversa de la oferta de dinero, la cual es identificada con el crédito interno. La conclusión fundamental del modelo es que el crecimiento (o disminución) de las reservas internacionales está inversamente relacionado con la creación de crédito doméstico.¹²

of Payments”, en *International Trade and Economic Growth*, Londres, Allen & Unwin, 1958; y “The Monetary Approach to Balance of Payments Theory”, en *Further Essays in Monetary Economics*, Londres, Allen & Unwin, 1972.

¹¹ El modelo básico ha sido presentado en muchos textos, con diferentes grados de sofisticación. Referimos al lector a Jorge E. Cambiaso, “El enfoque monetario de la balanza de pagos: fundamentos y comparación con otros enfoques”, en VV. AA., *El enfoque monetario de la balanza de pagos. reuniones y seminarios*, México, CEMLA, 1980. Véase también Paul R. Krugman y M. Obstfeld, *Economía internacional. Teoría y política*, Madrid, McGraw Hill, 1994, pp. 587-588.

¹² Se parte de una situación de equilibrio en el mercado monetario, igualando la oferta y la demanda reales de dinero. Así: $M^s/P = M^d(Y, i)$. Suponemos que R^* es el valor en moneda local de las reservas internacionales, y C el del crédito y demás activos internos del banco central. Si definimos a μ como el multiplicador monetario, que relaciona los activos del banco central ($R^* + C$) con la oferta monetaria, tendremos que: $M^s = \mu(R^* + C)$. Ahora bien, la variación de las reservas internacionales para un periodo dado, R^* , se equipara con el “saldo de la balanza de pagos”. Las reservas internacionales pueden expresarse como: $M^s = P.M^s(Y, i) = \mu(R^* + C)$, y por lo tanto: $R^* = (1/\mu)P.M^s(Y, i) - C$. Si se supone que μ es constante, el saldo de la balanza de pagos estará dado por $R^* = (1/\mu) [P.M^s(Y, i)] - C$. Esta

El argumento es simple: el incremento en el crédito doméstico crea un exceso de oferta monetaria que se manifiesta en una mayor demanda interna por bienes y servicios. Si la producción se encuentra cercana a un nivel correspondiente al pleno empleo (o a la “tasa natural de desempleo”), el exceso de liquidez en manos del público se desbordará, dirigiéndose hacia la compra de bienes y servicios y activos en el exterior. Esto, obviamente, reducirá el saldo de cuenta corriente y deteriorará la cuenta de capitales, proceso que sólo se podrá llevar a cabo mediante la compra de divisas. Habrá una gran presión sobre las reservas internacionales, reduciéndolas hasta que finalmente se restaure el equilibrio entre la oferta y la demanda monetaria.

Debe destacarse que toda la anterior formulación está situada a un alto nivel de abstracción, y descansa en supuestos bastante restrictivos:

1. Se supone la vigencia de la “ley del precio único”, que supone que los países están incorporados a mercados mundiales eficientes (plenamente integrados), tanto de bienes y servicios como de activos financieros y reales. Lo anterior significa que los precios internos y externos (expresados en moneda local, según el tipo de cambio vigente) de todos los bienes y servicios se igualan, lo mismo que los rendimientos de todo tipo de activos. Para el caso de economías pequeñas y abiertas, esto implica que deben confrontar un conjunto de variables exógenamente determinadas, tales como la tasa de inflación y las tasas de interés.
2. Se supone que la oferta de dinero está exógenamente determinada y que la demanda por dinero es función de un pequeño número de variables agregadas –tales como y e i – que poseen un comportamiento relativamente estable, el cual se refleja en la velocidad del dinero. (Actualmente, la validez de este supuesto tiene una endeble base empírica.) Una discrepancia entre las cantidades ofrecidas y demandadas de dinero

ecuación resume el enfoque monetario de la balanza de pagos. Los incrementos en la demanda por dinero aumentan las reservas internacionales, mientras que una expansión de crédito resulta en disminuciones de dichas reservas.

tiene un efecto directo sobre el gasto interno. Este es el mecanismo a través del cual opera el ajuste del desequilibrio monetario.

3. Se asume la “neutralidad” del dinero, es decir, que las variaciones en la cantidad del mismo no afectan a las variables reales, al menos en el largo plazo. Esto implica que las variables “reales”, como la producción y el empleo, se determinan exógenamente. Se supone que estos se sitúan en lo que se define como la “tasa natural de desempleo”, que sería aquella donde no surgen presiones inflacionarias.¹³ Se asume también que la tasa de crecimiento del PIB no es afectada por los desequilibrios monetarios.

4. Se supone que las autoridades monetarias no neutralizan los movimientos de las reservas internacionales.

Este enfoque fue formulado en el contexto de tipos de cambio fijo, pero es posible relajar dicho supuesto. En tal caso, la tasa de inflación sería la internacional más las variaciones porcentuales del tipo de cambio. Como puede verse, es un modelo con bastantes limitaciones, que sin embargo ha ejercido una notoria influencia en la determinación de medidas de política económica por parte de los neoliberales.¹⁴ De hecho, este enfoque se ha constituido en la ortodoxia actual.

¹³ Algunos economistas prefieren hablar de la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU, según sus siglas en inglés), dado el carácter aberrante de la primera denominación.

¹⁴ Para éstos, la evolución de la cuenta corriente sería un aspecto parcial y secundario, y concentrar la atención en la misma sólo reflejaría una profunda ignorancia de los fenómenos económicos relacionados con el sector externo. Así, para el caso mexicano, el hecho de que dicho déficit ascendiera a un inusitado 7 por ciento del PIB en 1994 no parecía preocupar a las autoridades económicas del país. Por el contrario, el plan presentado por el recién inaugurado presidente Zedillo a la Cámara de Diputados 10 días antes del estallido de la crisis decembrina, proyectaba un déficit en la cuenta corriente de 31,000 millones de dólares, esto es, un 9 por ciento del PIB. Lo fundamental era su financiamiento, que no se veía como problemático. Éste seguiría siendo cubierto con los acostumbrados flujos de capital especulativo de corto plazo, y podía ir acompañado de un crecimiento del 4 por ciento anual, y de una inflación también del 4 por ciento anual. Gabriel Mancera, director del Banco de México, declaraba dos semanas antes de la devaluación masiva de diciembre, que: “El tamaño del déficit de Cuenta Corriente es, en cierto modo, la medida del éxito del país, no del fracaso (...) cuanto más éxito tenga México como país atractivo para la inversión, es casi seguro que será más grande el déficit de Cuenta Corriente” (Informe del Banco de México, 1994).

Es importante mencionar, sin embargo, que se debe diferenciar entre el enfoque monetario de la balanza de pagos, y el monetarismo de Chicago propiamente dicho, ya que este último se refiere a una economía cerrada. Según el economista colombiano Mauricio Cárdenas,

en la versión más simple del enfoque monetario, la devaluación y la modificación de los precios relativos entre los bienes comercializables internacionalmente y los no comercializables, son políticas que no tienen ningún efecto perdurable. (...) el enfoque monetario no atribuye a un mal diseño de la política monetaria todos los problemas de la Balanza de Pagos; tampoco considera que la única cura posible sea un replanteamiento de la política monetaria. Por el contrario, cree más en el funcionamiento de los mercados al considerar que existen mecanismos automáticos que se encargan de solucionar los problemas de la Balanza de Pagos. (...) De otra parte, a diferencia de los planteamientos monetaristas de economía cerrada, en el análisis monetario de una economía abierta, una contracción monetaria deseada (una reducción del crédito interno) no tiene como efecto una reducción sostenida de los precios. Éstos, al estar determinados desde el exterior, permanecen constantes mientras que se restituye la oferta monetaria por la vía de la acumulación de las reservas internacionales. En términos de la ecuación cuantitativa ($MV = PY$), M pasa a ser la variable endógena y P se considera exógena.¹⁵

Otro enfoque que debe mencionarse es el llamado “enfoque fiscal de la nueva escuela de Cambridge”, el cual resalta las interrelaciones entre el saldo fiscal y el saldo del sector externo. Se establece que los cambios en el déficit (o superávit) del sector público están acompañados por cambios iguales en el saldo de la cuenta corriente, debido a que existe una relación causal entre el uno y el otro (esto también lo ha hecho, de una forma diferente, el enfo-

¹⁵ Mauricio Cárdenas Santa-María, “Ortodoxia y heterodoxia en los procesos de ajuste macroeconómico en América Latina”, *Desarrollo y Sociedad*, núm. 21, marzo de 1988, Bogotá, Colombia, CEDE, Universidad de los Andes, pp. 83-88.

que monetario). Este enfoque ha suscitado fuertes polémicas, pues sus adversarios cuestionan que la causalidad puede ir en ambas direcciones, y los supuestos en que descansa el modelo en sí son bastante discutibles.

Aunque existen también otros enfoques adicionales, los anteriores constituyen los principales y en ellos se basan las principales teorías sobre la determinación de los tipos de cambio.

TEORÍAS DE LA DETERMINACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO

COMO YA se mencionó anteriormente, las diferentes teorías prevalentes sobre la determinación del tipo de cambio están estrechamente asociadas con los enfoques existentes sobre el mecanismo de ajuste de la balanza de pagos. Junto con las distintas formulaciones teóricas sobre la determinación del tipo de cambio, se ha venido elaborando también un conjunto de modelos explicativos de *las variaciones* en los tipos de cambio, ya que esto es particularmente relevante en la actualidad, cuando los tipos de cambio están sometidos cada vez más a repentinas y apreciables fluctuaciones como resultado de los incontrolados y voluminosos flujos internacionales de capital especulativo de corto plazo.

Actualmente, las principales de ellas son: la teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPA), la de la balanza de pagos, la de la paridad de los tipos de interés, la que considera los tipos de cambio como precios de activos, en la que se basa el modelo Mundell-Fleming, los modelos monetaristas, los de equilibrio de cartera, y los de expectativas racionales. Dado que las características esenciales de dichos modelos se encuentran ampliamente expuestas en muchas obras, nos referiremos a las mismas únicamente cuando esto sea necesario para los objetivos de este trabajo. Aquí tan sólo haremos un esbozo muy esquemático de las mismas.

La teoría pionera sobre la determinación de los tipos de cambio es la de la paridad del poder adquisitivo (PPA).¹⁶ Está estrechamente

¹⁶Generalmente se considera que tiene sus orígenes a comienzos del siglo XIX, con David Ricardo y John Wheatley, aunque sólo se le consideró seriamente al ser reformulada por G. Casell en los años veinte del siglo XX.

asociada con la evolución de la balanza comercial (y la cuenta corriente), y su fundamento es el arbitraje en los mercados de bienes. En su forma más elemental, establece que si una determinada “canasta de bienes” puede adquirirse en Estados Unidos por X dólares y en México por Y pesos, puede decirse que X dólares tienen igual poder adquisitivo en Estados Unidos que Y pesos en México, y que por lo tanto la relación X/Y determina el tipo de cambio de equilibrio. Se establece una relación estrecha entre el valor interno y el externo de una moneda, medido el interno por el nivel de precios y el externo por el tipo de cambio. Esta teoría tiene dos versiones: la absoluta y la relativa. La versión absoluta establece que el tipo de cambio de equilibrio es la relación existente entre el precio de una “canasta de bienes” nacionales representativos con el precio de una “canasta de bienes” idénticos a nivel internacional. Así, $e = P_d/P_f$, donde e es el tipo de cambio en términos de la unidad de moneda extranjera expresada en términos de la nacional; P_d es el nivel de precios nacional, y P_f es el nivel de precios extranjero. Las respectivas canastas pueden contener bienes y servicios comercializables y no comercializables. Las barreras aduaneras y los costos de transporte pueden resultar en desviaciones importantes de la PPA. La versión relativa se refiere a la tasa de variación del tipo de cambio, la cual estará dada por la diferencia entre los ritmos de inflación interno e internacional. Así, $de/e = dP_d/P_d - dP_f/P_f$. No obstante las innumerables críticas a las que ha sido sometida esta teoría, su persistencia ha sido tenaz. Para utilizar las palabras de Rudiger Dornbusch, “es una de esas regularidades empíricas que son lo bastante ciertas a través de largos periodos de tiempo como para recabar nuestra atención, pero de las que surgen desviaciones lo bastante importantes a corto plazo”.¹⁷

La teoría de la paridad de las tasas de interés. También está basada en el arbitraje, en este caso en los mercados financieros.¹⁸ Parte de la opción que tienen los inversionistas entre activos de-

¹⁷ Rudiger Dornbusch, “Política monetaria bajo flexibilidad del tipo de cambio”, *Cuadernos Económicos de ICE*, núm. 17, 1981, p. 12.

¹⁸ Se le asocia con Keynes, quien consideró al tipo de cambio como el precio de un activo en dos de sus obras: *Tract on Monetary Reform* (1923), y *The General Theory of Employment, Interest and Money* (1936).

nominados en diferentes signos monetarios, con sus correspondientes rendimientos medidos en términos de tasas de interés. El punto de partida es el llamado “efecto Fisher”, que puede formularse estableciendo que *la tasa esperada de cambio en el tipo de cambio es igual al diferencial internacional en las tasas de interés*. En términos de fórmulas, tendríamos que $e^E/e = i - i^*$, donde e^E/e es el cambio *esperado* en el tipo de cambio, e , $e i - i^*$ es la diferencia existente entre la tasa de interés doméstica, i , y la tasa de interés internacional, i^* .¹⁹ Ahora bien, mientras que el “efecto Fisher” es una hipótesis *ex ante* basada en expectativas no sujetas a prueba directa, la paridad de la tasa de interés, PPI, sustituye un tipo de cambio a futuro, de carácter contractual, por el desconocido tipo de cambio esperado a futuro. Las diferencias observadas en las tasas de interés serían iguales al premio o descuento del tipo de cambio a futuro (*forward*) por sobre el tipo de cambio a la vista (*spot*). En términos de fórmulas, tendríamos que: $(F - S)/S = i - i^*$, donde F y S son, respectivamente, los tipos de cambio a futuro y a la vista.²⁰ Como se verá luego, esta teoría juega un papel importante para el análisis del tipo de cambio en el actual entorno especulativo, y se hará referencia a la misma con alguna frecuencia.

En la teoría de la balanza de pagos, como su nombre lo indica, la tasa de cambio constituye el mecanismo de ajuste que equilibra los flujos de ingresos y pagos resultantes de las relaciones con el exterior de un país, es decir, el comercio internacional de bienes, servicios y activos. El tipo de cambio, en esta teoría, incide en la cuenta corriente puesto que modifica los precios relativos, y por lo tanto la competitividad, mientras que la cuenta de capitales se ve afectada a través del impacto que tiene el tipo de cambio

¹⁹ Supongamos que un peso puede ser invertido internamente a intereses anuales de i , obteniendo $(1+i)$. Si la tasa de interés externa, i^* , es mayor que la interna ($i^* > i$), se podría invertir en el exterior, pero habría expectativas de variaciones en el tipo de cambio. Convirtiendo todo a pesos, al tipo de cambio actual, e , el arbitraje aseguraría que: $(1+i) = (1/e)(e + e^E)(i + i^*)$. Mediante manipuleo algebraico, y suponiendo que $e^E i^*$ es insignificante, determinamos el tipo de cambio y sus variaciones porcentuales: $e = e^E/(i - i^*)$, $e^E/e = i - i^*$.

²⁰ En este caso, el arbitraje logrará que $(1+i)S = (1+i^*)F$. Reordenando y restando la unidad de ambos lados, tenemos: $(1+i)/(1+i^*) - 1 = (F/S) - 1$, es decir, $(i - i^*)/(1+i^*) = (F - S)/S$. Dado que $(1+i^*) \sim 0$, tenemos que:

$$(F - S)/S = i - i^*.$$

en los flujos de capital. El tipo de cambio se concibe como un “precio” que, si se le permite “flotar” libremente, se supone que alcanza un nivel que “despeja” (“vacía”) estos balances macroeconómicos. Si se fija este tipo de cambio, los balances macroeconómicos pueden no alcanzar su equilibrio. El problema con esta teoría es que en el sistema financiero internacional actual el tipo de cambio dista mucho de ser un “precio” que se ajusta para equilibrar mercados. Como se verá luego, el tipo de cambio sí está influenciado por estas variables macroeconómicas (y, a su vez, las influencia) en la medida en que las “relaciones fundamentales” influyen en la configuración de las percepciones convencionales de los agentes económicos. En esta teoría la perspectiva es multidimensional, en el sentido que considera la influencia de un cierto número de variables en la determinación del tipo de cambio de equilibrio y sus fluctuaciones. En términos generales, podría expresarse en términos de una ecuación dada, como la siguiente: $B = C(eP^*/P, Y, Y^*) + K(i, i^*, s)$. B representa el balance a cubrir mediante variaciones en las reservas internacionales, eP^*/P mide el precio relativo de bienes extranjeros (y, por lo tanto, la competitividad doméstica), e y P son el tipo de cambio y el nivel de precios, respectivamente, C es el saldo en cuenta corriente, y K los flujos netos de capital. Se añadiría s , una variable “especulativa” (los asteriscos representan los valores respectivos de las variables en el exterior). Con base en la anterior ecuación, el tipo de cambio vendría a ser determinado por los siguientes factores: $e = F(Y, Y^*, i, i^*, P^*/P, s)$.

La teoría monetaria de los tipos de cambio, como es obvio, constituye una extensión del enfoque monetario de la balanza de pagos. En éste, eran los excedentes en la demanda u oferta en los mercados de dinero los que determinaban los cambios en las reservas internacionales de divisas en un país. Aquí, los tipos de cambio serían determinados por las diferentes tasas de crecimiento en la cantidad de dinero en los distintos países, es decir, por las respectivas políticas monetarias que estos apliquen. Por lo general, los modelos monetaristas adscritos a esta escuela –Frenkel y Johnson, Mussa, Bilson, etcétera– combinan la teoría de la PPA

con la teoría cuantitativa del dinero a fin de determinar el tipo de cambio. Las variables pertinentes serían las ofertas relativas de dinero, las velocidades medias y los ingresos reales en los dos o más países. En general, si se mantienen dadas las demás variables, el tipo de cambio se depreciará si el acervo o *stock* nominal nacional de dinero aumenta relativamente respecto al extranjero.²¹

Existen, por último, algunos *modelos* que han sido bastante influyentes, como el “modelo Mundell-Fleming”, a los cuales no haremos referencia por cuanto pueden considerarse como extensiones un poco más elaboradas de las teorías esbozadas anteriormente. Con ello no pretendemos disminuir su importancia sino destacar que su relevancia para los propósitos de este trabajo es más bien secundaria, y una discusión detallada de los mismos pertenece al campo de la teoría macroeconómica.²²

LA DETERMINACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO EN EL ENTORNO DE LA GLOBALIZACIÓN

¿CÓMO HAN resistido estas teorías la dura prueba actual impuesta por la globalización? Debe tomarse en cuenta que fueron formuladas en el contexto de los acuerdos de Bretton Woods, y el tratamiento teórico que se le daba entonces en la teoría a un tipo de cambio fluctuante suponía que los demás países mantenían el suyo fijo. Por lo demás, generalmente se le consideraba como un caso de excepción. Una situación como la actual, donde *todos* los tipos de cambio son potencialmente fluctuantes (con muy contadas excep-

²¹ Es una teoría combinada de equilibrio monetario y determinación del tipo de cambio. Si se parte de la ecuación cuantitativa del dinero, $MV = PY$, tendremos que: $P = V(M/Y) = V(Y,i)(M/Y)$. Ahora bien, con base en la PPA tenemos que $P = P^*e$. Sustituyendo: $P^*e = VM/Y$. Despejando a e , tenemos que:

$e = (1/P^*)(VM)/Y$. Si se supone que P^* se determina de la misma manera, y $e = P/P^*$, entonces:

$e = [(MV/Y)]/[(M^*V^*)/Y] = (M/M^*)(V/V^*)(Y^*/Y)$. Así, lo relevante para la determinación del tipo de cambio serían las ofertas de dinero relativas, las velocidades medias, y los ingresos reales en los dos países.

²² Básicamente, aparte del modelo Mundell-Fleming, tendríamos los modelos de “selección de cartera” y los de “expectativas racionales”. Para una discusión de los mismos véase A. Fernández Díaz, J.A. Parejo Gámir y L., Rodríguez Sáiz, *Política económica*, Madrid, McGraw Hill, 1995, cap. 9.

ciones, de las cuales las únicas importantes son probablemente la China y la India), tan sólo recientemente ha sido teóricamente considerada, y hoy en día poseemos más interrogantes que respuestas.

Lo cierto es que la utilidad efectiva de las teorías sobre la determinación de los tipos de cambio arriba expuestas es de un carácter secundario, y en algunos casos nulo, en la medida en que fundamentalmente se refieren a las balanzas comercial y de cuenta corriente. Desde luego, todas ellas también toman en consideración la cuenta de capital, pero debe tomarse en cuenta que el papel jugado por la misma, durante el periodo de vigencia de los acuerdos de Bretton Woods, no era ni remotamente similar al rol preponderante asumido por los flujos de capitales especulativos en la actualidad.

En efecto, el papel preponderante en la determinación de los tipos de cambio y sus fluctuaciones lo juegan los flujos de capital a corto plazo, en cuya conformación juegan un papel preponderante las expectativas, las cuales no son necesariamente “racionales” en el sentido habitual dado al término por la teoría económica ortodoxa. Los intentos de explicar hoy día cómo se establecen los tipos de cambio se encuentran, por así decirlo, en su infancia. Como acertadamente lo anotan John Eatwell y Lance Taylor: “A pesar del papel crucial que juegan tanto el nivel como los cambios en los tipos de cambio en la economía internacional, explicaciones satisfactorias de cómo éstos son determinados son notorias por su ausencia”.²³

Efectivamente, no hay que sorprenderse que esto sea así. El desmantelamiento de las instituciones de Bretton Woods como consecuencia del surgimiento de un gigantesco sector financiero internacional privado, con una autonomía relativa propia, ha llevado a que la determinación de los tipos de cambio se lleve a cabo principalmente como resultado de las apuestas especulativas de los inversionistas en los mercados financieros internacionales, particularmente los mercados mundiales de divisas. Estas apuestas, por

²³ John Eatwell y Lance Taylor, *Global Finance at Risk*, Nueva York, The New Press, 2000, p. 54.

naturaleza, tienden a ser volátiles, y la explicación de las mismas cae en el terreno de las reflexiones especulativas más que en el terreno de las construcciones teóricas sólidamente fundadas. Cualquier intento de explicación de la determinación de los tipos de cambio en la actualidad debe tener como referencia obligada el proceso de globalización. Como bien es sabido, este es un proceso objetivo multidimensional, y no sólo económico, cuya expresión más determinante, para usar las palabras del investigador español Manuel Castells, “es la interdependencia global de los mercados financieros, permitida por las nuevas tecnologías de información y comunicación y favorecida por la desregulación y liberalización de dichos mercados”.²⁴ Efectivamente, en dichos mercados se intercambian diariamente unos dos trillones²⁵ de dólares,²⁶ principalmente con fines de carácter especulativo. Esto necesariamente nos lleva al terreno de la formación de expectativas.

De acuerdo con John Eatwell y Lance Taylor, la determinación del tipo de cambio es actualmente un proceso complejo que depende de las expectativas volátiles de inversionistas que operan en los mercados mundiales de cambios. Como bien es sabido, más del 90 por ciento de las transacciones en los mercados cambiarios son a menos de un año, es decir, son de carácter especulativo. También juegan un papel importante las transacciones en papeles bursátiles de todo tipo, lo mismo que la actividad bancaria internacional. Lo anterior le imprime al actual sistema financiero internacional desregulado dos importantes características: 1. su *alta volatilidad* y 2. su *susceptibilidad al contagio*. La primera de estas características se debe a que las tasas de interés, los tipos de cambio, y los precios de los activos están sometidos a grandes fluctuaciones en el corto plazo, y a virajes en el mediano y largo plazos. La segunda característica corresponde al “comportamiento

²⁴ Manuel Castells, “Globalización y Antiglobalización”, en VV. AA., *Pánico en la globalización*, FICA, Bogotá, Colombia, 2002, p. 38.

²⁵ Entendiendo por trillón un millón de millones.

²⁶ Para una presentación más detallada de las principales características del actual sistema financiero internacional, véase Jaime Puyana Ferreira, “Inestabilidad financiera internacional, regímenes cambiarios, y controles de capital: su impacto en la política económica”, *Anuario*, Departamento de Economía, 2000-2001, México, UAM-I, 2002.

de horda” de los especuladores financieros, lo cual lleva a que sus percepciones, *correctas o no*, sobre posibles dificultades macroeconómicas de un país, se propaguen hacia toda una región o la comunidad económica internacional entera. Es este segundo aspecto el que muchos analistas consideran como crucial en la determinación de los niveles y las fluctuaciones de los tipos de cambio.

En efecto, el tipo de cambio está fuertemente influenciado por la “sabiduría convencional” involucrada en un conjunto de relaciones macroeconómicas “fundamentales” que se suponen válidas por naturaleza en el actual mundo de “pensamiento único”. Esto, independientemente de si la validez de dichas relaciones es cierta o no. Estas “relaciones fundamentales”, obviamente, cuentan con un soporte teórico proporcionado por la teoría económica ortodoxa. Subyacentes se encuentran la “teoría cuantitativa” del dinero, la “ley del precio único” (PPA), la “hipótesis del mercado eficiente”, el “teorema fundamental de la economía del bienestar”, etcétera.

Así, se supone que “los fundamentales” de un país están correctos cuando el déficit fiscal es un porcentaje casi nulo del PIB, cuando la tasa de inflación no excede la prevaleciente a nivel internacional, cuando el gobierno prosigue políticas económicas aperturistas, etcétera. Dado un conjunto de valores asumido por “los fundamentales”, los inversionistas especuladores a nivel individual tratan de establecer “lo que todos los demás en el mercado piensan que los demás piensan”.²⁷

²⁷ Los autores traen a colación una célebre analogía hecha por Keynes entre las operaciones en los mercados financieros y ciertos “concursos de belleza” comunes en la prensa sensacionalista dominical de la Inglaterra de los años treinta del siglo pasado: “Tenía en mente una competencia que era muy popular por esa época en los pasquines dominicales británicos. A los lectores se les solicitaba clasificar fotos de chicas jóvenes en el orden que ellos creían que correspondería a las preferencias promedio de los otros lectores como un todo. En orden a ganar, el o la jugadora no debía expresar sus propias preferencias, o ni siquiera tratar de estimar las genuinas preferencias de la opinión promedio. En vez de ello, el jugador exitoso debería anticipar “lo que la opinión promedio espera que sea la opinión promedio”. En la misma forma, la clave para el éxito en los mercados financieros no es lo que el inversionista individual considera que son las virtudes o lo contrario de cualquier activo financiero particular, y ni siquiera lo que la masa de inversionistas actualmente cree que son las virtudes de ese activo financiero. Al inversionista exitoso le concierne establecer lo que todos lo demás en el mercado creerán que los demás creen”; John Eatwell y Lance, Taylor, *op. cit.*, pp. 12-13. La analogía en cuestión puede encontrarse en: John M. Keynes, *Teoría general de...*, México, FCE, 1986, p. 142.

O sea, para utilizar las palabras de Eatwell y Taylor:

Como los mercados están impulsados por la opinión promedio sobre lo que será la opinión promedio, esto le otorga un premio enorme a cualquier información o señal que proporcione pistas sobre los virajes en la opinión promedio y cómo esta reaccionará a los eventos cambiantes. Estas señales deben ser simples y nítidas. Interpretaciones sofisticadas de los datos económicos no proveerían una dirección clara. De allí a que los mercados monetarios y de divisas quedan dominados por consignas (eslogans) simples –mayores déficit fiscales llevan a tasas de interés más altas, una oferta de dinero incrementada resulta en una inflación más elevada, el gasto público es malo, el desempleo en descenso siempre lleva a una inflación acelerada, y así sucesivamente. Durante periodos sustanciales de tiempo los mercados pueden ser estabilizados por la convención –todos creen que todos los demás creen que la economía es saludable y los mercados son fundamentalmente estables. Pero si la convención es cuestionada, o peor aún, derrumbada por un cambio significativo en las creencias, entonces los valores de los activos financieros pueden remontarse a grandes alturas o desplomarse a nada. (...) No importa si las consignas simplistas de la sabiduría convencional que dominan los mercados financieros son verdaderas o falsas. Lo que importa es que la opinión promedio cree que son verdaderas. La opinión promedio es reforzada al designar como “fundamentales” a estas creencias. (...) Un “fundamental” es lo que la opinión pública cree que es un fundamental”.²⁸

LAS CRISIS FINANCIERAS GLOBALIZADAS Y SU TEORIZACIÓN ECONÓMICA

LOS CONTROLES de cambios fueron ampliamente utilizados por los países industrializados durante la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial. Posteriormente, al menos hasta 1959, estos aún

²⁸ John Eatwell y Lance Taylor, *op. cit.*, pp. 12-13.

subsistían en un cierto número de países industrializados en proceso de reconstrucción de posguerra, y la gran mayoría de los países en desarrollo. Sólo después de dicho año fueron removidos *de las cuentas corrientes* de la balanza de pagos en prácticamente todos los países que no tenían economías estatizadas y centralmente planificadas como las del bloque soviético. Las *cuentas de capital*, sin embargo, seguían sometidas a estrictos controles en prácticamente todos los países del mundo, aunque ya desde mediados de los años sesenta habían surgido fuertes presiones tendientes a remover lo que el capital internacional consideraba como una camisa de fuerza.

Posteriormente, con el surgimiento de un sistema financiero internacional basado en tipos de cambio fluctuantes, los organismos reguladores internacionales surgidos de Bretton Woods comenzaron a revisar sus políticas institucionalmente establecidas e insistir en que los controles en la cuenta de capitales de la balanza de pagos también debían ser removidos. Hoy en día, tras la cadena de crisis financieras de los noventa, el tema de la necesidad de establecer controles a los flujos de capital, particularmente los especulativos de corto plazo, ha sido de nuevo puesto sobre el tapete, y un número creciente de analistas, incluyendo economistas del calibre de Paul Krugman y Joseph Stiglitz, reconocen que es una necesidad apremiante para aquellos países que confrontan afluencias masivas y repentinas de capitales de corto plazo que, de un momento para otro, pueden cambiar de dirección resultando dicho proceso en consecuencias desastrosas para los países que sufren dicho proceso.

Por otra parte, un número creciente de economistas han producido una serie de trabajos sobre el tema, subrayando la necesidad de *explicar* adecuadamente estos procesos, y no solamente señalar la naturaleza volátil del actual sistema financiero internacional. Así, en un reciente trabajo, Korkut Erturk anota:

Bajo condiciones de liberalización de la cuenta de capitales, el tipo de cambio se convierte de hecho en tan sólo otro precio de activo que puede ser sujeto de especulación. Así, justo como cualquier otro precio de activo con horizonte a futuro, los

rumores, ruidos, y sentimientos del inversionista, al menos en el corto plazo, probablemente son más importantes que lo que ocurre en la economía real.²⁹ Así, la cuestión es si la dinámica de las finanzas especulativas puede ser establecida en cualquier forma sistemática diferente de simplemente observar que los desplazamientos abruptos en los sentimientos del inversionista causan estragos en los mercados financieros, y que existen los efectos de contagio.

El autor emprende un interesante y meritorio esfuerzo para lograr tal fin, aunque un intento de sintetizar sus planteamientos en este trabajo rebasaría nuestro objetivo con el mismo.³⁰

Actualmente, un número creciente de economistas están intentando elaborar una explicación “estilizada” de las crisis financieras recientes, tarea bastante ambiciosa y difícil dada la naturaleza dependiente de las expectativas volátiles de los inversionistas especulativos internacionales que tienen dichas crisis.³¹

El primer aspecto que salta a la vista es que la mayor parte de la literatura destaca la diferencia crucial entre las crisis monetarias de los ochenta y las crisis financieras de los noventa. En efecto, mientras que las crisis de la década de los ochenta se consideraban relativamente predecibles, y causadas fundamentalmente por desequilibrios en la cuenta corriente, las de los noventa eran impredecibles y surgían por fenómenos relacionados con la evolución de la cuenta de capitales de la balanza de pagos. De hecho, actualmente es usual plantear la existencia de varias generaciones

²⁹ En la literatura empírica está hoy día bien establecido que las fluctuaciones del tipo de cambio, al menos en el corto plazo, están completamente desasociadas de las variaciones en los “fundamentales” macroeconómicos (R. Flood y P. Garber, “Understanding Exchange Rate Volatility without the Contrivance of Macroeconomics”, *The Economic Journal*, 109, pp. F660-F672).

³⁰ Korkut Erturk, *On the Changing Nature of Currency Crises*, CEPA, New School University, 2003, p. 3.

³¹ Aparte de los esfuerzos pioneros de Krugman, los cuales se encuentran editados en Paul Krugman, *Currencies and Crisis*, Cambridge Ma., Estados Unidos, MIT Press, 1998, tomamos nota de Korkut, Erturk y Gabriel Palma, *The Three Routes to Financial Crises: The Need for Capital Controls*, Nueva York, CEPA, New School University, 2000. Aunque referida a la medición del riesgo, también cabe mencionar a Ángel Vilarriño Sanz, *turbulencias financieras y riesgos de mercado*, Madrid, España, FT/Prentice Hall, 2001.

de modelos de crisis.³² El arriba esbozado es el modelo de crisis de “primera generación”, en los cuales los ataques especulativos se deben a que se prosiguen políticas monetarias y/o fiscales “insostenibles”, o la pérdida de competitividad fuerzan al abandono del tipo de cambio fijo.

En efecto, bajo la influencia de las experiencias atravesadas por varios países latinoamericanos durante las décadas de los setenta y los ochenta surgió lo que podría llamarse el punto de vista tradicional, asociado a una formulación inicialmente planteada por Paul Krugman en 1979.³³ Se creía que los países afrontaban ataques especulativos contra sus monedas, y consecuentemente afrontaban una crisis monetaria, cuando crecientes y sostenidos déficit fiscales, financiados a través de emisiones monetarias (monetización), resultaban en una progresiva disminución de sus reservas de divisas internacionales. El inexorable proceso inflacionario que necesariamente acompañaba este tipo de financiamiento deficitario llevaba a una sobrevaluación del tipo de cambio, con el consecuente deterioro de la cuenta corriente debido al acelerado aumento de las importaciones con respecto a las exportaciones. Una vez que la caída en las reservas internacionales sobrepasaba un cierto límite “crítico”, sobrevenía un ataque especulativo contra el tipo de cambio fijo.

Así, una sobrevalorización del tipo de cambio y un creciente déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos eran insostenibles como políticas en el largo plazo, y correctamente considerados por “los mercados” como síntomas de una crisis en ciernes, puesto que las restricciones de divisas no permitían que estas tendencias pudieran continuar indefinidamente. Se reconocía, por lo general, que los especuladores atacaban las monedas cuando vislumbraban que las políticas proseguidas por un gobierno no podían seguir siendo implementadas por largo tiempo.

Lo importante a considerar en este planteamiento es que “los mercados” centraban su atención en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Cabe anotar, sin embargo, que la percepción de

³² Korkut Erturk, *op. cit.*, p. 1.

³³ Paul Krugman, “A Model of Balance of Payment Crises”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11 (3), agosto, pp. 311-325. Incluido en Paul Krugman, *op. cit.*

“los mercados” sobre una política económica “errónea” se basa en enfoques ortodoxos teóricos que pueden no ser acertados. Así, como lo destaca Erturk, era la *existencia* de supuestas inconsistencias en la política económica, lo que traía como consecuencia los ataques especulativos contra las monedas. En los noventa, sin embargo, dichos ataques parecen ser suscitados por la mera *probabilidad* de que un gobierno se embarque en políticas económicas que “los mercados” consideren contrarias a la ortodoxia predominante neoliberal. Según el autor, “a condición de que fuese sostenida por un número suficiente de gentes, se pensaba que la sola expectativa de una crisis monetaria era suficiente para traer una”.³⁴ Se citan como casos la crisis europea de 1991-1992, la crisis del este asiático de 1997-1998, y la crisis del “tequila” de 1994-1995 en México.

Todas estas crisis, se plantea ahora, consistieron fundamentalmente en ataques especulativos contra las monedas nacionales de los países afectados, como resultado de *expectativas autoconfirmadas* que trajeron virajes en dirección opuesta, abruptos e impredecibles, de flujos de capital. Generalmente, estas crisis fueron precedidas por apreciables entradas de capitales especulativos de corto plazo que dieron surgimiento a burbujas especulativas bursátiles o inmobiliarias, las cuales eventualmente explotaron, con todas las consecuencias del caso. Así, a diferencia de las crisis de los ochenta, las crisis de los noventa no tuvieron su origen en políticas económicas supuestamente insostenibles, sino en cambios en expectativas –por lo demás erráticas– que se propagaron a un número de agentes lo suficientemente grande como para hacer que su comportamiento de “horda” llevara a que dichas expectativas se cumplieran en la práctica.

Tenemos, entonces dos “generaciones” de modelos explicativos de las crisis que agobian al sistema financiero internacional desde la desaparición del sistema surgido en Bretton Woods a comienzos de la década de los setenta. De acuerdo con el economista español Óscar Bajo Rubio,

los modelos de “primera generación” relacionan los ataques especulativos con los “fundamentos”, de manera que los paí-

³⁴ Korkut Erturk, *op cit.*, p. 2.

ses experimentan crisis cambiarias porque en última instancia llevan a cabo políticas monetarias o fiscales insostenibles, o bien sufren un deterioro de su competitividad, lo que les obliga eventualmente a abandonar el tipo de cambio fijo. En los modelos de “segunda generación”, por el contrario, los ataques especulativos pueden aparecer incluso en ausencia de problemas con los “fundamentos”, esperados o futuros. Ello va a ocurrir porque los ataques se autoafirman (esto es, si se espera que ocurran, terminarán ocurriendo), desplazando el tipo de cambio de un equilibrio a otro. Simplificando el argumento, podríamos decir que en los modelos de “primera generación” los mercados anticipan la crisis, mientras que en los modelos de “segunda generación” son los mercados los que provocan la crisis.³⁵

¿HACIA UN RETORNO DE LOS CONTROLES DE CAPITAL?

OBVIAMENTE, la aparición recurrente de aparatosas crisis monetarias en una serie de países en los noventa, con desastrosas consecuencias económicas, políticas y sociales, tenía que producir necesariamente una reacción adversa a las políticas económicas que pudieron llevar a las mismas. Según Robert Wade y Frank Veneroso, dos conocidos estudiosos de la problemática de los países asiáticos,

los gobiernos asiáticos y los analistas de política están discutiendo urgentemente si deberían continuar permitiendo al capital financiero fluir libremente a través de sus fronteras, tal como el FMI y la Tesorería de los Estados Unidos han insistido que deberían. Ellos se dan cuenta de que, cualquiera que sea el balance entre las causas “reales” y “financieras” de la crisis,

³⁵ Óscar Bajo Rubio, “Teoría económica y crisis cambiarias: aportaciones recientes”, en Óscar de Juan y Eladio Febrero (coords.), *La fragilidad financiera del capitalismo*, España, Ediciones de la Universidad de Castilla-La Mancha, 2002, p.120. Según el autor, el pionero de los modelos de primera generación ha sido Paul Krugman, mientras que los de segunda generación han sido desarrollados en gran parte por Maurice Obstfeld, Barry Eichengreen y Charles Wyplosz.

la apertura de la cuenta de capitales que ellos emprendieron en su mayor parte en los noventa está centralmente implicada. La liberalización de la cuenta de capitales permitió primero grandes entradas no coordinadas, y luego torrenciales salidas en la segunda mitad de 1997 y en 1998. El desplazamiento en los flujos entre 1996 y 1997 ascendió a cerca del 11 por ciento del PIB combinado de los cinco principales países afectados por la crisis –los cuatro del ASEAN y Corea.³⁶

Como puede verse, generalmente tras la apertura de la cuenta de capitales de la balanza de pagos de un país, ha seguido un periodo de ingresos de apreciables flujos de capitales, principalmente de capitales especulativos de corto plazo, seguidos posteriormente de enormes flujos de salida de dichos capitales. En algunos de estos casos (Brasil, México, Corea), el periodo previo a la apertura de la cuenta de capitales se había caracterizado por persistentes saldos negativos de la misma.

De acuerdo con el economista de la Universidad de Cambridge, Gabriel Palma, existirían básicamente tres “rutas” hacia la crisis financiera: la “ruta 1” (México), la “ruta 2” (Corea), y la “ruta 3” (Brasil). La diferencia entre las tres “rutas” seguidas por estos países tiene que ver con *la forma* en que dichos países trataron de manejar el problema del surgimiento de percepciones netas de capitales torrenciales y abruptas, las cuales *siempre* culminaron en una crisis financiera masiva. En las palabras del autor, “no importa qué tan duro han tratado los países financieramente liberalizados, durante el último cuarto de siglo, de tratar con el problema de oleadas repentinas y masivas en flujos de capitales, éstos han terminado en crisis financieras”.³⁷

Básicamente, el autor describe y evalúa la evolución de estas economías desde el momento en que se liberó la cuenta de capitales, hasta el estallido de la crisis financiera. También analiza el

³⁶ Robert Wade y Frank Veneroso, “The Gathering World Slump and the Battle Over Capital Controls”, *New Left Review*, núm. 231, septiembre-octubre de 1998, p. 20.

³⁷ Gabriel Palma, *The Three Routes to Financial Crises: The Need for Capital Controls*, Nueva York, CEPA, New School for Social Research, 2000, p. 5. Elaboramos una presentación

periodo previo a la instauración de la cuenta de capitales liberada, tomando un periodo de años similar en duración al de la evolución hacia la crisis. Según el autor:

El viraje es extraordinario: en el caso de Brasil, la diferencia entre los dos periodos asciende a cerca de 220 billones de dólares, en México a 150 billones de dólares, y en los tres países del Este asiático (Corea, Malasia, y Tailandia) a 260 billones de dólares (todas las cifras a valores constantes de 1999).³⁸

En términos relativos, las entradas netas de capitales arrojan cifras aún más espectaculares: en Chile, antes de la crisis de 1982, alcanzaron un nivel igual al total de las exportaciones, mientras que en Malasia ascendieron a un 25 por ciento del PIB. En Corea equivalieron a más de 1,200 billones per cápita. Estos torrentes de percepciones netas de capital pueden explicarse principalmente por la existencia de una enorme liquidez en los mercados financieros internacionales, y al atractivo ejercido por estos países, a menudo artificialmente establecido mediante medidas de política económica. Este incremento en la liquidez internacional ha sido estimulado en gran parte por la transformación de los mercados financieros internacionales, donde el surgimiento y crecimiento de los inversionistas institucionales y el desarrollo de nuevos instrumentos financieros han jugado un importante papel. Lo fundamental a entender, sin embargo, es que tales flujos han rebasado, *en todos los casos*, la capacidad de absorción de los mismos por parte de los países que los han experimentado, y siempre han culminado en flujos masivos y repentinos en dirección opuesta que han dado como resultado crisis financieras profundas. Esto ha colocado sobre el tapete la necesidad de discutir el problema de establecer controles de capitales.

Ahora bien, los controles de capital distan mucho de ser populares entre los medios académicos y políticos de los países

detallada de las distintas crisis en: Jaime F. Puyana, *Mercados financieros turbulentos, estancamiento económico, y flujos volátiles de capital*, ponencia presentada en el "Seminario Anual del Área de Teoría Económica", México, Departamento de Economía, UAM-I, 5 de diciembre.

³⁸Gabriel Palma, *op. cit.*, p. 7.

desarrollados, particularmente los países anglosajones. De hecho, como adecuadamente lo ponen Wade y Veneroso: "Los oponentes de los controles de capital citan todas las cosas posibles que pueden ir mal en todo tipo de países como razones para no tenerlos en ninguna parte."³⁹ Esto no debería extrañar a nadie. El enorme y creciente déficit en las balanzas comercial y de cuenta corriente de los Estados Unidos, rebasando este último los 500 billones de dólares en 2002, y la necesidad de financiar este déficit mediante flujos de capital proveniente de los países superavitarios, explica la oposición visceral del gobierno de dicho país a tal tipo de medidas.

No obstante lo anterior, a partir de la crisis de los "tigres asiáticos" en 1997-1998 un número creciente de países han comenzado a contemplar la posibilidad de establecer algún tipo de regulación a los movimientos descontrolados de flujos internacionales. Esta tendencia también ha encontrado algún eco en Europa, particularmente en el gobierno francés, mientras que se han producido escisiones entre el FMI y el Banco Mundial.

En efecto, en marzo de 1998, en medio de la crisis del este asiático, tomó lugar un Seminario del FMI. Allí, Lawrence Summers (secretario de la Tesorería de Estados Unidos), y Joseph Stiglitz (entonces economista en jefe del Banco Mundial), utilizaron floridas metáforas que reflejaban opiniones divergentes sobre cómo describir los mercados financieros internacionales. Esto, desde luego, tenía implicaciones con respecto a la formulación de políticas económicas a seguir, particularmente en lo que respecta a regulaciones a los flujos internacionales de capital.

Summers comparaba el surgimiento de los modernos mercados financieros con la invención de los aviones jet: "Podemos ir a donde deseamos mucho más rápidamente, ir allí más confortablemente, a menor costo, y con mayor seguridad la mayoría de las veces, pero los estrellones, cuando ocurren, son mucho más espectaculares."⁴⁰ Stiglitz, en contraste, comparaba a las economías en desarrollo con botes de remos en un mar abierto y agitado. Aunque

³⁹Robert Wade, y Frank, Veneroso, *op. cit.*, p. 30.

⁴⁰*The Economist*, 14 de marzo de 1998, p. 88. Esto implica que la liberalización de capitales permite a las economías en desarrollo importar capital, conocimientos y tecnología con

un bote mal adecuado es más probable que se hunda, la fuerza de olas poderosas puede llevar a que incluso una embarcación en perfecto estado se vaya a pique. Así, mientras que una economía emergente mal manejada estaría destinada a tener problemas en los mercados internacionales de capital, también una economía bien manejada, aunque pequeña, podría ser rebasada por la fuerza de los enormes flujos internacionales de capital. Por lo tanto, podría requerirse establecer ciertos límites a tales flujos, particularmente a los más perniciosos y volátiles de corto plazo.

Aunque este debate culminó eventualmente con la salida de Stiglitz del Banco Mundial y el obvio triunfo de las posiciones de Summers, tanto en el BM como en el FMI, la evidente relevancia de la metáfora de Stiglitz sigue siendo válida a la luz de lo que proseguiría tras la crisis asiática. La severidad y los enormes costos económicos, políticos y sociales de la cadena de crisis sucesivas que siguió a la crisis de los países asiáticos ha llevado a un creciente número de dirigentes políticos y económicos, y a destacados académicos de prestigiosas instituciones universitarias, a cuestionar la liberación indiscriminada de la cuenta de capitales, abriendo la posibilidad de establecer algún tipo de regulación a los flujos internacionales de capital, particularmente los de carácter especulativo de corto plazo.

Como ya lo hemos señalado en otros trabajos,⁴¹ actualmente se sostiene como artículo de fe que los objetivos básicos de la política económica de un país deben ser fundamentalmente tres: la relativa estabilidad del tipo de cambio, la libre circulación de capitales, y la autonomía en la política económica. Ahora bien, en el actual sistema financiero internacional los regímenes câm-

un crecimiento más rápido. Así como el jet requirió de nuevas regulaciones para la seguridad aérea, así también un mercado global de capital necesita de supervisión. Para que los flujos de capital sean seguros se requiere de sistemas financieros sólidos en las economías emergentes. Las crisis se han debido a errores de política resultantes de supervisión bancaria deficiente. Así como los países ganan más prolongando las pistas para manejar los jets, en vez de prohibirlos, también ganan mejorando sus sistemas financieros en vez de restringir las entradas de capital.

⁴¹ Jaime Puyana F, "Inestabilidad financiera internacional. Regímenes cambiarios, y controles de capital: su impacto en la política económica", *Anuario 2000-2001*, México, Departamento de Economía, UAM-I, 2002.

biarios pueden ser de dos tipos: fijos o fluctuantes. Dentro de cada categoría, a su vez, existen variantes. Los Estados Unidos, y en menor grado el Reino Unido, la UE y Japón, pueden permitirse dejar fluctuar sus monedas sin restricciones, ya que éstas tienen el carácter de monedas de reserva.

Por lo general, sin embargo, la mayoría de los países “fijan” sus tipos de cambio relacionando su moneda con la de su principal socio comercial, o con una “canasta” de monedas que es un promedio ponderado de las monedas de los principales socios comerciales. Otros países, aunque oficialmente hablen de “libre convertibilidad” de sus monedas, optan por una flotación “sucia”. Esto quiere decir que la flotación es permitida dentro de ciertos “límites” o topes establecidos por las autoridades monetarias, las cuales intervienen activamente en el mercado cambiario cuando dichos límites son rebasados (como México durante el gobierno de De la Madrid). Otra opción es un régimen de minidevaluaciones periódicas, es decir, una “devaluación reptante” dependiente de las diferencias inflacionarias con el principal socio comercial, a fin de mantener la paridad del poder de compra, o sea la competitividad internacional. Estas opciones requieren que los mercados financieros tengan confianza en la credibilidad del país que las implementa. En general, estas experiencias han sido efímeras, y los países que han experimentado con las mismas se han visto eventualmente forzados a retroceder y adoptar alguna de dos alternativas polares: un tipo de cambio rígidamente fijo (o la “dolarización” completa), o un tipo de cambio fluctuante (como supuestamente lo ha hecho México desde el segundo año del gobierno de Salinas). La mayoría usualmente opta por la segunda alternativa.

En efecto, adoptar un tipo de cambio fijo implica que la moneda del principal socio comercial termina sustituyendo a la moneda nacional. En su versión “blanda”, se establece un consejo monetario (o “caja de conversión”) que reemplaza al banco central, y que se encarga de asegurar que, a un tipo de cambio fijo, la cantidad de dinero en circulación sea estrictamente proporcional o igual, según el tipo de cambio fijado, a las reservas internacionales disponibles. Implica la renuncia a toda política monetaria activa. La versión más extrema es la “dolarización”, esto es, el

reemplazo del signo monetario local por el del principal socio comercial. El gobierno pierde las percepciones por concepto de *señoreaje* (diferencia entre el valor nominal de billetes y monedas, y el costo de producirlos), ya que renuncia al derecho de emitir dinero. En este caso la economía queda totalmente sometida a los choques externos, con enormes fluctuaciones en la producción y el empleo. Es lo que básicamente ha ocurrido en Argentina.

El tipo de cambio fluctuante, por su parte, lleva a que éste asuma un carácter errático si se prosiguen políticas monetaria y fiscal de carácter anticíclico. Aunque se supone que esta es la mejor opción, los países que optan por la misma se ven obligados a *renunciar a políticas económicas activas a fin de evitar embates especulativos que culminen en una crisis financiera*. Esto es particularmente cierto para el caso de países “en desarrollo” como México, ya que en el caso de los Estados Unidos o la UE es posible ignorar en parte las fluctuaciones del dólar o el euro, dado su carácter de monedas de reserva. Sin embargo, como lo destaca Paul Krugman, “una lección primordial de los últimos años parece ser que los países en desarrollo no pueden jugar el mismo juego. Para estas economías el intento de depreciar modestamente su moneda ha fracasado repetidamente, porque el descenso inicial pone en movimiento un círculo vicioso donde las expectativas de una mayor devaluación se convierten en profecías autocumplidas”.⁴²

Ante tal situación, la mayoría de estos países recurren a la aplicación de lo que Krugman llama una política macroeconómica “perversa”: altas tasas de interés (a fin de atraer capitales indiscriminadamente), y programas de austeridad fiscal (a fin de com-

⁴² Paul, Krugman, “The Return of Depression Economics”, *Foreign Affairs*, enero-febrero de 1999, p. 64. Refiriéndose al caso de México, Krugman añade: “Considérese el intento de México de una devaluación limitada en diciembre de 1994. Muchos economistas, yo mismo incluido, creían que el peso estaba en efecto sobrevaluado. (...) Podía haberse esperado que la decisión de México de permitir que su moneda cayera tuviese las mismas benignas consecuencias que la decisión británica de hacer lo mismo dos años antes. Sin embargo, mientras que los inversionistas consideraron que la libra débil era una oportunidad de compras, el peso mexicano entró en un desplome y sólo se estabilizó tras haber perdido la mitad de su valor. E inclusive esto vino solamente con un paquete de rescate de 50 billones de dólares y con tasas de interés de 75 por ciento o más al año (...) a la luz de los subsiguientes eventos, la llamada crisis del tequila debe verse ahora no como una excepción sino como el ejemplo de una nueva regla, resumida por algunos de quienes toman las decisiones de política en Washington con la consigna: «para los países en desarrollo no hay devaluaciones pequeñas.»”

batir las presiones inflacionarias), en medio de un entorno de estancamiento recesivo. El objetivo es el de “retener y aumentar la confianza de los mercados”, aunque tales políticas, en la medida en que sólo contribuyen a profundizar la recesión, obtienen el resultado opuesto. Y cuando se hace necesario el inevitable rescate del FMI, éste sólo recomienda más de lo mismo, agravando una situación ya de por sí seria.

Actualmente, sin embargo, algunos gobiernos han comenzado a mirar en una dirección opuesta. Si para proseguir una política económica activa, y tener un tipo de cambio relativamente estable, es necesario establecer alguna regulación a los movimientos de capital, entonces no sería del todo desatinado propugnar por controles a los mismos. Es con respecto a este punto que surgen posiciones opuestas en el ámbito internacional, con los Estados Unidos y el Reino Unido defendiendo el libre flujo de capitales de todo tipo, y la Unión Europea y varios países en Asia (India, China) optando por una defensa cualificada de algún tipo de control a los capitales especulativos de corto plazo tales como los fondos de cobertura (*v.gr.* el Soros Fund Management, de George Soros), los fondos de pensiones, y los inversionistas institucionales en general.

Así, primordialmente algunos países del bloque asiático están instaurando controles de capital. Como lo destacan Wade y Veneroso:

Esta es la nueva realidad: Asia, que representa cerca de una cuarta parte del PIB mundial, se está desplazando fuertemente hacia controles de capital. Dos de sus economías más grandes, China y la India, han mantenido controles de capital todo el tiempo y ahora es menos probable que los remuevan pronto. Algunos otros países afectados por la crisis han adoptado controles de cambios o han reforzado otros tipos de controles financieros, o se están moviendo en dicha dirección.⁴³

⁴³Robert Wade y Frank, Veneroso, *op. cit.*, p. 30. No es de dudarse, sin embargo, que de ocurrir un embate especulativo contra el dólar o la libra, en el entorno de una recesión generalizada, los países anglosajones establecerían de inmediato estrictos controles de cambios, tal como lo han hecho en periodos de guerra.

Estos controles, como bien es sabido, fueron la norma en muchos países –incluyendo países industrializados que habían sido devastados por la guerra. De hecho, la liberación generalizada de las cuentas corrientes sólo se logró hasta 1959, aunque algunos países seguían recurriendo a los controles de capital cuando se creía que la situación así lo requería. Sin embargo, las dificultades en implementarlos, la corrupción que éstos generan, la burocracia necesaria para su funcionamiento, etcétera, son hartamente conocidos y no es necesario detenernos en analizar dichos fenómenos, aunque no pretendemos aquí subestimar los mismos.

A pesar de lo anterior, destacados economistas de diferentes orientaciones teóricas, como Robert Pollin del lado radical, y Paul Krugman y Joseph Stiglitz desde una perspectiva liberal, recomiendan los controles de capital como una medida temporal, aunque considerándolos como un mal menor, en periodos de crisis profunda. Para Pollin, dichos controles pueden ser defendibles en el contexto de un sistema de tipos de cambio fijos como el de Bretton Woods, pero su adopción no puede constituir una política de largo plazo para un país aislado –y menos si este es un país en desarrollo–, bajo el actual sistema de tipos de cambio fluctuantes. Al proponer políticas económicas expansivas distintas al neoliberalismo, el autor afirma que los controles de cambios no son viables por más de seis meses en el entorno actual, proponiendo en su lugar un conjunto de medidas compensatorias alternativas de política, a fin de afrontar los virajes en los flujos de capital especulativo de corto plazo.⁴⁴ Stiglitz y Krugman, por su parte, destacan que fue una verdadera fortuna que India y China tuvieran controles de cambio y no los eliminaran, cuando estalló la crisis asiática de 1997.⁴⁵

⁴⁴ Robert Pollin, “Una política económica a favor del crecimiento”, en José Carlos Valenzuela F., (coord.), en VV.AA., *El Debate Nacional* núm. 3: *El Futuro Económico de la Nación*, México, Diana-UANL, 1998, pp. 325-334.

⁴⁵ Paul Krugman, *The Return of Depression Economics*, Nueva York, Norton, 1999, pp. 142-146; Paul Krugman, “Capital Control Freaks”, *Slate*, 29 de septiembre de 1999. Joseph Stiglitz, *El malestar en la globalización*, Madrid, España, Taurus, 2002, pp. 160-165.

No sobra mencionar, por lo tanto, que según un estudio de los economistas James Crotty y Gerald Epstein,⁴⁶ todavía en 1990, 34 países en desarrollo proseguían políticas de tipos de cambio múltiple, permitiendo flotar el tipo de cambio para las transacciones de capital, y que varias formas de controles cuantitativos a los flujos de capital eran mantenidos en 11 países industrializados y en 109 países en desarrollo.

Por lo general, al revisar la abundante literatura adversa a los controles de capital encontramos que la gran mayoría de los ataques están dirigidos contra las regulaciones a las *salidas* de capitales. En efecto, los controles pueden ser establecidos sobre los *ingresos* y sobre los *egresos* de flujos de capital. Por lo general, controlar las salidas o “fugas” de capital es mucho más difícil. En el largo y mediano plazos, como lo atestiguan las experiencias latinoamericanas de los años cincuenta y sesenta, la técnica más utilizada para sacar capitales es la sobrefacturación de importaciones y la subfacturación de exportaciones, las cuales son muy difíciles de supervisar. Existen, además, muchos otros medios de evadir tales controles, medios que se han incrementado en la actualidad como resultado del incremento en el tráfico de drogas ilícitas. En el corto plazo, el control de las salidas de capital puede parecer una tarea imposible cuando se actúa en medio de una crisis financiera de las características actuales, aunque el establecimiento de un draconiano control de cambios por el gobierno de Mahathir en Malasia, y los resultados obtenidos, han cambiado muchas opiniones.

Efectivamente, basándose en el modelo chino, se retiró al ringgit (la moneda nacional) de los mercados monetarios internacionales, fijando a la vez el tipo de cambio con el dólar. Los exportadores quedaron obligados a vender sus divisas al banco central a una tasa fija, y éste a su vez las vendía para pagos aprobados de importaciones y servicio de deuda. Así, el ringgit era convertible en la cuenta corriente, pero no en la cuenta de capital, bloqueándose así las compras con propósitos especulativos. Los residentes no podían transferir ringgits a cuentas en el exterior, y sólo podían

⁴⁶James Crotty y Gerald Epstein, “Capital Controls for a New Social Contract”, inédito, Department of Economics, University of Massachusetts-Amherst, 1995, p. 33. Citado por Robert, Pollin, *op. cit.*, p. 330.

llevar una cantidad limitada de divisas en sus viajes al extranjero. Los no residentes sólo podían comprar divisas con autorización del Banco Central, y vender acciones malasias para compras de divisas solamente si habían sido dueños de dichas acciones por más de 12 meses. Se dio un plazo para repatriar los ringgits en cuentas en el exterior, tras el cual la repatriación sería ilegal.

Sin embargo, como lo atestiguan Krugman y Stiglitz,⁴⁷ Malasia tuvo una rápida recuperación económica. La implementación de los controles fue cuidadosa y selectiva, se efectuaron importantes y necesarias reformas en el sistema bancario, y muchas de las restricciones referentes al retiro de dinero del país fueron eliminadas. No tomó lugar la catástrofe predicha por innumerables economistas ortodoxos, es decir, hiperinflación, mercados negros descontrolados, etcétera. Se demostró, como lo señala Krugman, que los controles deben imponerse para prevenir el pánico (y no conspiraciones de especuladores, como lo cree Mahathir), y que controlar el capital en medio de una crisis es por lo menos factible. Sin embargo, muy pocos economistas defienden *este* tipo de controles de capital, como política de mediano y largo plazo, dados los bien conocidos resultados de las experiencias pasadas.

⁴⁷ Según Krugman, "hasta que ocurrió el experimento malasio, la opinión prevaleciente entre los expertos era que inclusive si la crisis financiera era producida por pánico autojustificado, no había nada que pudieran hacer los gobiernos para contener ese pánico, excepto reprogramar las deudas de los bancos —parte, pero tan sólo parte, de los fondos de fugas potenciales de capital— y tratar de otra manera de restaurar la confianza mediante un despliegue conspicuo de virtudes. Austeridad y reforma eran los lemas. La alternativa —prevenir directamente las fugas de capital, ganando así un respiro— se suponía que era completamente imposible, y cualquier intento era una receta segura para el desastre. Ahora lo sabemos mejor (...) sería tonto descartar los controles como medida de última instancia." (p. 4). Stiglitz, por su parte, señala que "los analistas predijeron que la economía padecería, el crecimiento se detendría, los controles se eternizarían; y adujeron que Malasia estaba demorando el abordar los problemas fundamentales. (...) El desenlace fue muy distinto (...) En el plazo de un año Malasia reestructuró sus bancos y empresas, y demostró que los críticos, que habían afirmado que sólo con la disciplina derivada de los mercados libres de capitales los gobiernos se toman las cosas en serio, se habían equivocado una vez más. (...) los controles de capital de Malasia le permitieron recuperarse antes [que Tailandia], con una recesión menos profunda y con una herencia mucho menor de deuda pública lastrando el crecimiento futuro. Los controles le permitieron tener tipos de interés menores que los que habría registrado en otras circunstancias; y estos tipos menores supusieron que menos empresas fueron a la quiebra, con lo que la magnitud de la financiación pública de los rescates corporativo y financiero también fue menor. Asimismo, los tipos de interés más reducidos hicieron que la recuperación pudiera ponerse en marcha con menor dependencia de la política fiscal y por ende con menos endeudamiento público. Hoy Malasia está mucho mejor que los países que siguieron los consejos del FMI" (Joseph Stiglitz, *op. cit.*, pp. 162-63).

CONTROLES A LAS ENTRADAS DE CAPITAL:
ALGUNAS EXPERIENCIAS PRÁCTICAS⁴⁸

CON RESPECTO a los flujos de *entradas*, su control puede ser más fácil de implementar ya que utiliza el sistema de precios. Esto, además, los puede hacer menos indeseables que los controles de las *salidas* a los guardianes de la ortodoxia neoclásica. Actualmente, tras todas las recientes crisis (y las potenciales por venir), se comienza a aceptar inclusive por parte de instituciones como el Banco Mundial que es necesario establecer algún tipo de control a los flujos excesivos de entradas de capital, particularmente a los más volátiles de corto plazo.

Por lo general, se distinguen tres tipos de afluencias de capital: 1. El de corto plazo para financiar situaciones de iliquidez, es decir, el refinanciamiento de préstamos extranjeros hasta que se generen superávits en la cuenta corriente que posteriormente continúen refinanciando dichos préstamos. Usualmente son el tipo de préstamos recurrentes posteriores a una crisis, tal como el préstamo masivo proporcionado a México tras la crisis de 1994-1995. 2. las inversiones extranjeras directas, las cuales son por lo general de mediano y largo plazos, y vienen acompañadas de tecnología, equipo de capital, y conocimientos técnicos, y 3. ahorro extranjero en fondos de cobertura, fondos de pensiones, e inversiones de cartera en general, las cuales buscan ganancias rápidas y fáciles. Son muy sensibles a cualquier tipo de riesgo, lo cual les da un carácter altamente volátil y especulativo. Se consideran como un complemento del ahorro interno, y pueden fluir repentinamente en grandes cantidades, durante periodos muy breves de tiempo, en ambas direcciones.

Las del primer tipo se consideran como un mal necesario, tras una crisis del tipo ocurrido en los ochenta y analizado por los modelos de “primera generación”. Las segundas pueden ser deseables, particularmente si son encauzadas mediante una política

⁴⁸ Para una presentación elaborada de información estadística remitimos al lector a: Gabriel Palma, *The Three Routes to Financial Crises: The Need for Capital Controls*, Nueva York, CEPA, New School for Social Research, 2000.

económica que las dirija hacia sectores de la economía estratégicamente seleccionados, tal como lo hacían los países asiáticos antes de verse forzados a abrir sus cuentas de capital por las instituciones financieras internacionales. En cuanto a las terceras, una creciente opinión las considera como indeseables, dado su carácter arriba esbozado. Es la entrada de estas últimas la que algunos países tratan actualmente de desalentar. Se trataría de *instaurar un marco permanente para regular los mercados financieros*. Aparte de impuestos a las transacciones financieras (tales como el “impuesto Tobin”), se debe establecer un sistema de regulaciones que afecte por igual a los distintos tipos de impuestos financieros, a fin de minimizar las oportunidades de ganancias que puedan surgir explotando las diferencias reguladoras. Esto depende, desde luego, de las características específicas de cada país. En general, dicho entorno regulador debe promover aquellas actividades en el sistema financiero para las cuales el rendimiento social sea mayor que el privado, aunque el primero sea difícil de cuantificar.⁴⁹ Así, las estructuras institucionalizadas para regular los flujos de capital tienen cada vez mayor aceptación, aunque las resistencias dogmáticas e ideologizadas a las mismas permanecen todavía a la orden del día, particularmente en los medios anglosajones y sus voceros latinoamericanos.

Actualmente, las propuestas de controles a los flujos de capital tienen por común denominador *desalentar las afluencias de capital especulativo de corto plazo*. La referencia más utilizada son los controles contingentes establecidos por Chile en 1991, como mecanismo para afrontar tensiones de corto plazo producidas por lo que se consideró en el momento como un flujo excesivo de entradas de capital. Aunque menos conocidos, también Colombia (1993) y Malasia (1994) han experimentado con controles de tipo similar. Sin embargo, ha sido la experiencia chilena la que ha recibido la mayor atención debido a que sus controles de capital fueron impuestos *después* de haber liberalizado drásticamente su economía, procla-

⁴⁹ Para un conjunto de interesantes propuestas en tal sentido, véase Robert, Pollin, *op. cit.*, pp. 325-334.

mándose además el carácter *transitorio* de las mismas. A lo anterior se añade la eficacia de dichos controles en afrontar la “crisis del tequila” de 1994, lo cual no fue el caso de Colombia y Malasia afrontando crisis similares.

Los principales controles establecidos en Chile fueron los siguientes. Se obliga a los inversionistas a depositar sin intereses durante un año, en el banco central, 30 por ciento del valor de la inversión. Se suponía que la vigencia de esta medida sería de tres meses, pero se extendió para un año. Se ofrece la alternativa de pagar al banco central una suma equivalente al costo de oportunidad del depósito, lo que equivale a una especie de “impuesto Tobin” muy elevado; un costo fijo por prestar en el exterior. Además, fluctúa con las tasas de interés internacionales, y su tasa efectiva sube entre más corto es el periodo en que la inversión permanece en el país. Tiene un papel anticíclico, ya que puede ser alterado según las circunstancias. Por otra parte, cualquier tipo de inversión que ingrese al país debe permanecer allí por lo menos durante un año. Por último, las empresas y bancos chilenos pueden participar en los mercados bursátiles internacionales si dos agencias dictaminadoras de títulos avalan éstos al mismo nivel que los bonos emitidos por el gobierno chileno. Estas medidas han sido ocasionalmente suspendidas, como lo fueron durante la crisis brasileña, a fin de atraer los capitales que se comenzaban a retirar de la región.

Aunque los casos de Colombia y Malasia (en 1994) no han causado tanto revuelo, es necesario, sin embargo, mencionarlos a fin de disipar la idea de que tal tipo de controles son una panacea universal. Debe recordarse que su utilización debe reservarse para situaciones de in-flujos apreciables de fondos especulativos de corto plazo, y sus resultados sólo podrán evaluarse al menos en el mediano plazo. Colombia no se ha encontrado nunca en tal situación. Por otra parte, aunque Malasia estableció tales medidas precisamente por estar recibiendo abundantes afluencias de capital de corto plazo, pero el estallido de la crisis asiática en 1997 impidió evaluar cuáles hubiesen sido los resultados.

Las medidas de control tomadas por Colombia son algo similares a las chilenas.⁵⁰ Los requisitos de depósito se aplican solamente a los créditos con vencimientos inferiores a un cierto periodo de tiempo, inicialmente establecido en 18 meses pero posteriormente extendido a entre tres y cinco años. La cantidad que se deposita es inversamente proporcional a la duración del préstamo. Debido a su excesiva complejidad, el sistema fue reformado en 1997, haciéndolo más similar al chileno. Su diferencia principal es que el depósito (30 por ciento por 18 meses) es en moneda local, lo que lo hace vulnerable a la devaluación. Con respecto al sector bursátil, el gobierno puede regular las operaciones de los inversionistas de cartera en el país, lo mismo que las emisiones de acciones hechas por empresas colombianas en el exterior. El caso de los controles colombianos es difícil de evaluar, dado que en dicho país no ha tomado lugar un ingreso masivo de capitales, sino mas bien salidas, lo cual forzó a las autoridades del banco central a abandonar el régimen de flotación “sucía” (una “banda” de flotación) en 2001.

En el caso de Malasia, la situación era totalmente diferente a la de Colombia. Este país experimentó una verdadera inundación de flujos de capitales durante los primeros años de la década de los noventa, pasando de un nivel del 7.5 por ciento del PIB en 1990, a cerca del 25 por ciento en 1993. El componente de capital de corto plazo ascendió en dicho año a cerca del 8 por ciento. Así, para utilizar las palabras del investigador Gabriel Palma, “el aumento súbito de influjos netos de capital privado, en términos relativos, podría reclamar un lugar en el libro *Guinness de Records*. En efecto, es inclusive difícil imaginarse cómo puede uno manejar una economía que está afrontando este tipo de incremento en las entradas de capital. Ante este problema, las autoridades de Malasia decidieron imponer estrictos controles de capital a comienzos de 1994”.⁵¹

⁵⁰ Una presentación detallada de las medidas tomadas por Colombia puede encontrarse en: José Antonio Ocampo, “Developing Countries’ Anti-cyclical Policies in a Globalized World”, mimeo., Santiago, Chile, ECLAC, 2000.

⁵¹ Gabriel Palma, *op. cit.*, pp. 42-43.

A diferencia de Chile y Colombia, las medidas tomadas por Malasia tenían un carácter *cuantitativo* más que cualitativo. Se establecieron estrictos controles a la exposición a divisas extranjeras por parte de las empresas privadas y los bancos. Las tasas reales de interés pagadas a los depósitos fueron drásticamente reducidas, pasando de un promedio anual de 4.2 por ciento en 1993 a -0.93 por ciento en 1994, mientras que las tasas a los préstamos para los mismos dos años pasaron del 6.2 por ciento al 1.8 por ciento, respectivamente, con el propósito de cambiarle la dirección a los flujos de arbitraje. Se relajaron también las restricciones financieras existentes para los residentes. Dada la severidad de las medidas y su carácter cuantitativo, su impacto fue inmediato y espectacular. En efecto, las entradas netas privadas disminuyeron en un año en 18 puntos porcentuales del PIB, y las de corto plazo en un 13 por ciento. Hacia final del año, la mayor parte de las medidas fueron eliminadas, y aunque los flujos de corto plazo mostraron una cierta recuperación, las entradas totales permanecieron en un 10 por ciento del PIB hasta la crisis de 1997. El estallido de esta crisis hace difícil comparar la experiencia chilena con el caso de Malasia, pues el tiempo en que dichas medidas fueron implementadas fue muy breve.

Así, en caso de los controles de capital chileno ha sido el que más ha capturado la atención de los especialistas, tanto ortodoxos como no convencionales. Estos, como lo vimos, fueron impuestos en 1991, y fortalecidos en 1995, cuando su efecto inicial prácticamente había desaparecido. En las palabras de Gabriel Palma:

en términos de niveles, los controles de capital en Chile parecen haber tenido un efecto significativo, pero más bien de corto plazo. Hacia 1994, la reducción de 1991 parece haberse evaporado, y la reducción resultante del fortalecimiento de los controles en 1995 parece haber durado tan sólo un año. Desde luego, nunca sabremos los niveles que hubieran alcanzado dichas afluencias de no haber existido los controles. Así, en términos de volumen, estos controles parecen haber tenido el efecto de "topes" de velocidad, más que el de restricciones

de velocidad, aunque en términos de composición hay un claro incremento en la inversión extranjera directa.⁵²

En general, de acuerdo con la evidencia empírica disponible, puede afirmarse que los controles a los flujos de entradas de capital pueden ser efectivos, tanto para reducir sus niveles durante un periodo relativamente breve, como para cambiar la composición de los mismos, reduciendo la participación en los mismos del capital especulativo de corto plazo. Sin embargo, en periodos de crisis “contagiosas” que llevan a retiros masivos de capital en áreas enteras, es recomendable suspender la vigencia de dichos controles, tal como lo hizo Chile durante la crisis brasileña, y tal vez establecer como medida temporal de emergencia controles a *las salidas* de capital del tipo utilizado por Malasia tras la crisis de 1997-1998. Algunos autores, basados en las experiencias de China e India con controles *permanentes* de este tipo, recomiendan tal vía para los países en desarrollo, aunque la experiencia latinoamericana con los mismos no los hace muy recomendables. Qué forma asuman estos controles debe depender de las características específicas de cada país. No deseamos en este caso formular un recetario general válido para todos los casos, tal como las políticas económicas recomendadas por el FMI, las cuales por lo general han fracasado estrepitosamente, como lo demuestra el caso de Asia.

Como queda claro, el fundamentalismo de mercado de los neoliberales es altamente perjudicial, y actualmente comienza a ser contraproducente. Está comenzando a surgir una reacción contra la globalización y los mercados que puede conducir a una regresión hacia economías estatizadas. Concluimos por lo tanto este trabajo asociándonos a las palabras premonitorias de Paul Krugman, con la esperanza –probablemente vana– de que quienes toman las decisiones de política económica en América Latina no se olviden del pasado reciente:

Por el momento hay una cierta rara inconsistencia en las actitudes de gentes responsables hacia asuntos tales como los

⁵² *Ibidem*, p. 35. Remitimos al lector a este trabajo a fin de ver desglosados los datos empíricos de las experiencias de Chile y Malasia.

controles de capital y la inflación. Casi todos están contentos de que no todos los países en desarrollo lograron liberalizar la Cuenta de Capitales antes de que la crisis de 1997 golpeará; en particular, China, gracias a Dios, aún tiene una cuenta de capital no convertible. Pero una reversión como la de Malasia hacia los controles de capital se considera con horror (...) En otras palabras, es una buena cosa estar allá, pero no ir hacia allá. Sin embargo, es duro evitar concluir que tarde o temprano tendremos que retrasar el reloj al menos parte del camino: limitar los flujos de capitales hacia países que son inadecuados para uniones monetarias o libre flotación; regular de nuevo en alguna medida los mercados financieros; y buscar una inflación baja, pero no demasiado baja, en vez de estabilidad de precios. Debemos prestar atención a la economía de la depresión, no sea que tengamos que aprenderla de nuevo a la brava.⁵³

BIBLIOGRAFÍA

- AGÉNOR, Pierre-Richard y Peter J. Montiel, (2000), *La macroeconomía del desarrollo*, México, FCE.
- ALEXANDER, S.S., (1952), "Effects of a Devaluation on a Trade Balance", *IMF Staff Papers*, abril.
- BAJO RUBIO, Óscar, (2002), "Teoría económica y crisis cambiarias: aportaciones recientes", en Óscar de Juan y Eladio Febrero (coord.), *La fragilidad financiera del capitalismo*, España, Ediciones de la Universidad de Castilla-La Mancha, p. 120.
- BANCO DE MÉXICO, *Informe Anual 1994*.
- CAMBIASO, Jorge E. (1980), "El enfoque monetario de la balanza de pagos: fundamentos y comparación con otros enfoques", en VV. AA., *El enfoque monetario de la balanza de pagos. Reuniones y seminarios*, México, CEMLA.
- CÁRDENAS SANTA-MARÍA, Mauricio, (1988), "Ortodoxia y heterodoxia en los procesos de ajuste macroeconómico en América Latina", *Desarrollo y Sociedad*, núm. 21, Colombia, CEDE, Universidad de los Andes, Bogotá, marzo, pp. 83-88.

⁵³ Paul Krugman, *op. cit.*, p. 75.

- CROTTY, James y Gerald Epstein (1995), "Capital Controls for a New Social Contract", inédito, Department of Economics, University of Massachusetts-Amherst, p. 33. Citado por Robert Pollin, "Una política económica a favor del conocimiento", p. 330.
- CUADRADO ROURA (coord.) (1995), *Introducción a la política económica*, Madrid, España, McGraw Hill.
- DÍAZ, Andrés, José Alberto Parejo Gámir y Luis Rodríguez Sáiz (1996), *Política económica*, Madrid, España, McGraw Hill.
- DORNBUSCH, Rudiger, (1981), "Política monetaria bajo flexibilidad del tipo de cambio", *Cuadernos Económicos de ICE*, núm. 17, p. 12.
- EATWELL, John y Lance Taylor (2000), *Global Finance at Risk*, Nueva York, The New Press, p. 54.
- CASTELLS, Manuel, (2002), "Globalización y antiglobalización", en VVAA., *Pánico en la globalización*, Bogotá, Colombia, FICA, p. 38.
- ERTURK, Korkut (2003), *On the Changing Nature of Currency Crises*, Levy University, p. 4, ponencia presentada en el seminario Desarrollo Económico y Estabilidad de Precios con Mercados Financieros Globales: Una Visión Actualizada del Conflicto entre Inflación y Desarrollo, México, IIE, Facultad de Economía, UNAM.
- _____ (2003), *On the Changing Nature of Currency Crises*, Nueva York, CEPAL, New School University, p. 3.
- FERNÁNDEZ DÍAZ, A., J.A. Parejo Gámir y L., Rodríguez Sáiz, *Política económica*, Madrid, McGraw Hill, 1995, cap. 9.
- FLOOD, R. y P. Garber, "Understanding Exchange Rate Volatility without the Contrivance of Macroeconomics", *The Economic Journal*, 109, pp. F660-F672.
- HAHN, F.H., (1959), "The Balance of Payments in a Monetary Economy", *Review of Economic Studies*, vol. 26, pp. 110-125.
- HIRSCHMAN, Albert O. (ed.) (1961), *Latin American Issues*, Nueva York, Twentieth Century Fund.
- JOHNSON, H.G. (1958), "Towards a General Theory of the Balance of Payments", en *International Trade and Economic Growth*, Londres, Allen & Unwin.
- _____ (1972), "The Monetary Approach to Balance of Payments Theory", en *Further Essays in Monetary Economics*, Londres, Allen & Unwin.
- KEYNES, John M. (1986), *Teoría general de...*, México, FCE, p. 142.
- KREGEL, Jan, (2003), "An Alternative View of the Argentine Crisis: Structural Flaws in Structural Adjustment Policy", *Investigación Económica*, núm. 243, enero-marzo, pp. 17-19.

- KRUGMAN, Paul (1998), "A Model of Balance of Payment Crises", *Journal of Money, Credit, and Banking* 11 (3), agosto, pp. 311-25. Incluido en Paul Krugman, *Currencies and Crises*, Cambridge, Mass., Estados Unidos, MIT Press.
- _____ (1999), "The Return of Depression Economics", *Foreign Affairs*, enero-febrero, p. 64.
- _____ (1999), *The Return of Depression Economics*, Nueva York, Norton, pp. 142-146.
- _____ (1999), "Capital Control Freaks", *Slate*, 29 de Septiembre.
- _____ y Maurice Obstfeld (1998), *Economía internacional: teoría y política*, Madrid, España, McGraw Hill,
- KRUGMAN, Paul R., (1998), *Economía internacional: teoría y práctica*, Madrid, España, McGraw Hill, parte III.
- _____ *Currencies and Crises*, Estados Unidos, MIT Press, Cambridge, 1998.
- _____ (1999), "Capital Control Freaks: How Malaysia got away with economic heresy", *Slate*, 27 de septiembre.
- OCAMPO, José Antonio, (2000), "Developing Countries' Anti-cyclical Policies in a Globalized World", mimeo., Santiago de Chile, ECLAC.
- PALMA, Gabriel, (2000), *The Three Routes to Financial Crises: The Need for Capital Controls*, Nueva York, CEPA, New School for Social Research.
- POLLIN, Robert (1998), "Una política económica a favor del crecimiento", en José Carlos Valenzuela F. (coords.), en VV. AA., *El Debate Nacional* núm. 3: *El Futuro Económico de la Nación*, México, Diana-UANL, pp. 325-334.
- PUYANA F., Jaime, (1992), "Teoría y práctica de los planes de choque antinflacionarios en América Latina: los programas ortodoxos (parte I)" y "Teoría y práctica de los planes de choque antiinflacionarios en América Latina: los programas heterodoxos (parte II)", en VV. AA., *Economía internacional: conceptos, teorías y enfoques*, Serie Investigación núm. 7, México, UAM-I,
- _____ (2000), *Movilidad internacional del capital, regímenes cambiarios y política económica: hacia un nuevo orden financiero internacional o hacia una crisis global*, ponencia presentada en el Seminario Internacional sobre Políticas de Desarrollo con Globalización, ENEP Acatlán, junio.
- _____ (2001), *Flujos internacionales de capital e inestabilidad financiera internacional: ¿hacia una recesión mundial?*, ponencia en el I Seminario de Economía Financiera, México, IIE, UNAM.

- _____ (2001), *Liberalización mundial de capitales, desequilibrios macroeconómicos y recesión mundial*, ponencia presentada en el seminario Financiamiento del Desarrollo con Mercados Globalizados de Dinero y de Capital, Facultad de Economía UNAM-ENEP Acatlán, junio.
- _____ (2002), “Inestabilidad financiera internacional, regímenes cambiarios, y controles de capital: su impacto en la política económica”, *Anuario Departamento de Economía, 2000-2001*, México, UAM-I,
- _____ (2002), *Inestabilidad financiera internacional, controles de capital, y regímenes cambiarios: su impacto en la política económica latinoamericana*, trabajo a ser publicado en el *Anuario 2000*, Departamento de Economía, UAM-I.
- _____ (2002), *Liberalización de flujos de capital y su impacto en la economía mundial*, *Ecuador: Debate*, núm. 57, Quito, Ecuador, diciembre.
- _____ (2002), *Mercados financieros turbulentos, estancamiento económico, y controles a flujos volátiles de capital*, ponencia presentada en el Seminario Anual del Área de Teoría Económica, Departamento de Economía, UAM-I, México, 5 de diciembre,
- STIGLITZ, Joseph (2002), *El malestar en la globalización*, Madrid, España, Taurus, pp. 160-165.
- The Economist* (1998), 14 de marzo, p. 88.
- VILARIÑO SANZ, Ángel (2001), *Turbulencias financieras y riesgos de mercado*, Madrid, España, FT-Prentice Hall.
- WADE, Robert y Frank Veneroso (1988), “The Gathering World Slump and the Battle Over Capital Controls”, *New Left Review*, núm. 231, septiembre-octubre, p. 20.

ARTURO HUERTA G.

La reducción de la inflación, la restricción crediticia y el estancamiento económico: el caso de México

LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA OBLIGA A TRABAJAR CON ESTABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO

MÉXICO, a partir de 1990 procedió a la liberalización de los mercados financieros a fin de allegarse de fondos externos para hacer frente a la escasez financiera interna y a los problemas de déficit de cuenta corriente de balanza de pagos y de crecimiento económico. Se eliminaron las restricciones sobre los flujos de capital a corto plazo para permitir su libre movimiento, lo cual es condición que impone dicho capital para fluir a los países. Sin embargo, el libre flujo de capitales tiende a ocasionar alteraciones tanto en el mercado de divisas, como en el mercado de capitales, y en el mercado de dinero. Con la liberalización financiera, cualquier cambio en las expectativas de la economía, sobre todo del comportamiento del tipo de cambio de los diferenciales de tasa de interés interna *versus* externa y del acontecer económico, puede llevar a rápidas reversiones en el comportamiento de los flujos de capital.

La liberalización financiera necesita estabilidad del tipo de cambio para evitar prácticas especulativas y pérdidas en el capital financiero, que acontece cuando la moneda es devaluada. Por lo tanto, la reducción de la inflación y la estabilidad cambiaria van mancomunadas a la liberalización financiera. Ésta no puede darse sin tales condiciones de estabilización, ya que en contexto de incertidumbre cambiaria, el libre movimiento de capitales actuaría contra la moneda y los mercados financieros, por lo que se ahondaría la inestabilidad cambiaria y se provocaría la crisis.

De ahí que los gobiernos insertos en la liberalización financiera se han visto obligados a asegurar baja inflación, estabilidad cambiaria y rentabilidad interna, a fin de que el movimiento de capitales actúe a favor de su ingreso y permanencia en el país.

Cuando un país no tiene condiciones productivas, financieras y macroeconómicas para alcanzar la estabilidad cambiaria y la baja inflación, procede a instrumentar políticas monetaria y fiscal contraccionistas (aumento de la tasa de interés y restricción del gasto público), a través de la autonomía del banco central y la disciplina fiscal, para disminuir las presiones de demanda sobre precios y el sector externo para eliminar expectativas inflacionarias y devaluatorias, para promover entrada de capitales. Estas políticas van acompañadas del proceso de privatización y extranjerización de empresas y activos para ampliar la esfera de influencia y rentabilidad del capital privado y estimular flujos de capital. De tal forma se procede a aumentar la oferta de divisas y restringir su demanda para apreciar el tipo de cambio, abaratar importaciones y reducir la inflación e incrementar la rentabilidad del capital financiero.

Las autoridades monetarias, a través de dichas políticas tratan de generar certidumbre acerca del tipo de cambio estable y la baja inflación para crear condiciones de confianza a favor de los flujos de capital hacia el país. Se sacrifica el crecimiento de la producción nacional, el empleo, los activos nacionales y el manejo de la política económica a favor del crecimiento, en aras de mantener estable el tipo de cambio a favor del capital financiero internacional. Dicha paridad cambiaria termina apreciándose (no se ajusta en torno al diferencial de precios internos *versus* los del principal sociocomercial), debido a la gran entrada de capitales que incrementan la oferta de divisas. Ello actúa a favor de la rentabilidad del capital financiero, dado que cuando éste quiera salir, adquiere divisas a un precio más barato, por lo que aumenta más la ganancia obtenida internamente.

LA POLÍTICA DE REDUCCIÓN DE LA INFLACIÓN Y LOS MENORES MÁRGENES DE GANANCIA

Las políticas de apertura comercial, de reducción de aranceles y la apreciación cambiaria, han sido esenciales para disminuir la inflación a través del abaratamiento de las importaciones. Se configura un proceso de competencia desleal que actúa en detrimento de los productores, de los exportadores nacionales y del empleo, dado el bajo nivel productivo de la producción nacional.

Los productores nacionales tienen que sacrificar margen de ganancia (relación precio-costos), debido al mayor poder competitivo que tienen los productos importados. Las empresas nacionales tienen que ajustarse al precio del producto importado. Los productores nacionales son tomadores de precios, los cuales son determinados por el de las importaciones. Esto es consecuencia de la reducción del grado de monopolio de los productores nacionales como consecuencia de que son desplazados por importaciones ante su incapacidad competitiva para hacer frente a los productos importados.

El precio ya no es fijado por las empresas nacionales más ineficientes –que les permitía a las empresas más grandes y eficientes tener altos márgenes de ganancia–, como era cuando la economía tenía mercados protegidos. En el contexto de apertura comercial y apreciación cambiaria, las empresas nacionales no pueden trasladar toda alza de costos productivos y financieros a los precios, dada la competencia desleal que enfrentan.

Las empresas tienen que absorber, vía disminución del margen de ganancias los mayores costos a fin de evitar perder mayor competitividad y presencia de mercado frente a importaciones. De tal forma, terminan sacrificando margen de ganancia y su participación en el mercado.

La capacidad competitiva disminuye para los productores nacionales a favor de las importaciones, no sólo por el tipo de cambio apreciado, sino también por la baja productividad y rezagos productivos generados por la menor inversión derivada de la política monetaria y fiscal restrictiva que acompaña a la apreciación cambiaria.

El desplazamiento de que es objeto la producción nacional por parte de importaciones, se traduce en déficit de comercio exterior y disminución de ganancias de los productores nacionales. Al ser el mercado interno abastecido en mayor medida por importaciones, los productores externos terminan apropiándose de las ganancias derivadas de la demanda interna, en detrimento de los productores nacionales.

Los menores márgenes de ganancia con que pasan a trabajar los productores nacionales para sobrevivir en el contexto de apertura comercial y de apreciación cambiaria, no se traduce en mayor utilización de su capacidad productiva, ni en mayores ventas. Las empresas terminan trabajando con mayores niveles de capacidad ociosa, debido a que ven reducida su participación en el mercado, no obstante su menor margen de ganancia, por lo que disminuyen más sus ganancias.

Asimismo, las empresas nacionales se ven afectadas por la disminución de la demanda interna derivada de las políticas monetaria y fiscal restriccionistas dirigidas a reducir la inflación, por lo que los niveles de capacidad ociosa se ven incrementados, tanto por la pérdida de competitividad que desplaza a la producción nacional, como por la reducción del mercado interno.

Las empresas nacionales se encuentran en el peor de los mundos posibles. Han visto disminuido sus ganancias, tanto por la reducción de la demanda agregada como por la mayor capacidad ociosa y por el creciente déficit de comercio exterior, como consecuencia del desplazamiento del mercado de que han sido objeto por parte de las importaciones, lo cual genera problemas de alta deuda interna y externa. Todo ello genera un efecto recesivo. Steindl enfatiza el efecto depresivo que tiene la disminución del grado de utilización de la capacidad productiva (Steindl, 1990: 132).

El reducir la inflación a través de la apreciación cambiaria tiene un alto costo, debido a que el déficit comercial se incrementa y se reduce el efecto multiplicador de la inversión, así como las ganancias. Con esta distorsión de precios, las ganancias no pueden ser realizadas, se rompen cadenas productivas y las empresas no pueden continuar el proceso de inversión. Las exportaciones

nacionales pierden competitividad y las importaciones crecen, son realizadas por empresas multinacionales (comercio intrafirma), las cuales comercializan en su propia moneda y la apreciación cambiaria existente no les afecta, sino al contrario, les permite comprar barato los insumos importados, caracterizándose tales exportaciones por tener un alto coeficiente importado, por lo que la apreciación cambiaria es funcional y rentable a tales exportaciones.

LA EMPRESA NACIONAL, AL VER DISMINUIDO
SU MARGEN DE GANANCIA, DEJA DE DETERMINAR
SU FINANCIAMIENTO Y CRECIMIENTO

LAS EMPRESAS nacionales al tener que bajar su precio y su margen de ganancia para encarar la competencia frente a importaciones, sacrifican sus ingresos y, por lo tanto, su financiamiento endógeno para la inversión.

Ante su baja competitividad frente a importaciones, y su pérdida de poder de mercado, ya no tienen capacidad de asegurar vía precios y alto margen de ganancia, el autofinanciamiento de su inversión, por lo que pierden capacidad de crecimiento, pasando éste a estar determinado por su capacidad de endeudamiento. Ésta a su vez, como analizaremos, se ve reducida ante la estructura de precios y ganancias configuradas. Al respecto Wolfson nos dice que "el precio de un producto puede afectar la capacidad para conseguir un crédito (Wolfson, 1996: 463).

Si las empresas nacionales, en el contexto de liberalización económica, optaran por incrementar sus precios para aumentar su margen de ganancia y su autofinanciamiento, serían desplazadas fácilmente del mercado por las importaciones. De tal forma, la inflación se reduce a costa de disminuir el margen de ganancia y las condiciones financieras internas de las empresas. El vínculo entre precio e inversión se transforma en el contexto de apertura económica.

La relación precio-costo disminuye para productores nacionales, pero no para importaciones y menos en un contexto de tipo

de cambio apreciado que actúa a su favor. El grado de monopolio de las empresas nacionales disminuye, al igual que su participación en el mercado local, lo que va aunado al aumento del déficit de comercio exterior y a la disminución de ganancias. El grado de monopolio y las ganancias se transfieren a favor de los productores externos. Éstos, a través de sus exportaciones (nuestras importaciones) han incrementado su participación en el mercado local y sus ganancias, y en cambio, el ingreso de las familias y la demanda agregada nacional disminuyen.

Las políticas de apertura comercial, apreciación cambiaria y restricción monetaria y fiscal, reducen la inflación a costa de aumentar el déficit de comercio exterior y restringir el mercado interno y aumentar la capacidad ociosa. Ello disminuye las ganancias de las empresas en la esfera productiva, y las deja sin autofinanciamiento, teniendo que recurrir al endeudamiento interno y externo para sortear sus problemas financieros, como para invertir.

Cuando el crecimiento económico no genera suficientes ganancias para financiar la inversión, las empresas tratan de conseguir créditos. Steindl dice que, “el incremento de los ahorros externos (a la empresa) prevé un motivo de la caída de ganancias” (Steindl, 1990: 126).

Las empresas nacionales caen en sobreendeudamiento, el cual se retroalimenta, debido a que el menor crecimiento de los ingresos de las empresas nacionales va aparejado al aumento del déficit de comercio exterior y a los requerimientos crecientes de entrada de capitales, que llevan a las autoridades monetarias a aumentar la tasa de interés para promover su ingreso y para evitar presiones sobre el tipo de cambio. Junto a ello, se aplica una política fiscal restrictiva para evitar mayores presiones sobre el déficit comercial y sobre el tipo de cambio que pueda desestimular la entrada de capitales. Ello disminuye la demanda y las ganancias en la esfera productiva. Se cae en un contexto de insolvencia pues los ingresos propios de las empresas tienden a crecer en menor proporción que su deuda y que el costo de ésta, por lo que se restringe la disponibilidad crediticia y en consecuencia, la inversión y la actividad económica. Wolfson siguiendo a Friedman nos dice que “la aguda

caída en los precios y el aumento de la tasa de interés, y las acciones que ello causa, son características de crisis financiera” (Wolfson, 1986: 182). El proceso de competencia desleal en que están inmersos no genera condiciones de pago, ni de reproducción ampliada.

En la liberalización económica, las empresas nacionales no tienen condiciones de aumentar el margen de ganancias e ingresos, para mejorar su capacidad de pago y ser sujetos de disponibilidad crediticia. Se reproduce un contexto de menores ganancias (ingresos) y de restricción crediticia, debido a que al disminuir los fondos internos (que son un elemento importante para obtener financiamiento y potenciar el crecimiento de la inversión), y al aumentarse la relación de endeudamiento, se ve reducida su capacidad de obtener créditos, lo cual ahonda sus problemas de crecimiento. Al respecto Fazzari y Variato dicen que “la habilidad de una empresa para realizar un proyecto de inversión puede depender no sólo de los fundamentos del proyecto bajo consideración, sino también de la condición financiera de la empresa” (Fazzari y Variato, 1994: 355).

COMPETENCIA, GRADO DE MONOPOLIO E INVERSIÓN

M. KALECKI y J. Steindl en sus análisis acerca del grado de monopolio señalan que la baja competencia, y por lo tanto el mayor grado de monopolio, originan una tendencia hacia el estancamiento (véase King, 1999: 252). Sin embargo, en los países en desarrollo, la economía abierta ha incrementado el nivel de la competencia frente a importaciones, lo cual ha reducido el grado de monopolio de los productores nacionales, sin que ello haya actuado a favor del crecimiento económico.

El proceso competitivo no ha promovido la inversión debido a que las empresas nacionales están en desventaja. Sus menores niveles de productividad, junto al más alto costo de la tasa de interés, la menor disponibilidad de crédito y el tipo de cambio apreciado, los coloca en una posición perdedora.

El menor nivel competitivo para encarar importaciones de los productores nacionales se ha traducido en reducción de las ganancias, y salida de empresas del mercado nacional. Se desincentivan las decisiones de inversión debido a que la competencia desleal actúa a favor de importaciones, lo cual disminuye las expectativas de ganancia en la esfera productiva, prefiriendo los empresarios comercializar el producto importado. Steindl en relación con esto nos dice que “la eliminación del exceso de capacidad por la competencia no trabaja... ahí surge un proceso acumulativo hacia abajo basado en el hecho que la reducción en la utilización afecta adversamente a la inversión” (Steindl, 1990: 174). En las condiciones de menor demanda, desplazamiento de la producción nacional por importaciones, menor margen de ganancias, y más alto nivel de capacidad ociosa, no hay posibilidad de incrementar la inversión y la actividad económica. Continuando con Steindl, éste afirma que, “ello deprime el grado de utilización y las ganancias y sobre todo tiende a reducir la tasa de crecimiento aún más” (Steindl, 1990: 157).

La globalización sentencia a la economía a trabajar con creciente capacidad ociosa, déficit externo y menor inversión, que finalmente genera menor crecimiento económico, alto desempleo, problemas de alta deuda interna y externa, restricción crediticia, reducción de ingresos tributarios y presiones sobre las finanzas públicas. Steindl nos dice que “la política monetaria restrictiva, prescrita para reducir la inflación, reduce la inversión de los negocios, la construcción de casas, el crédito al consumo, consecuentemente crea o incrementa el déficit presupuestal vía disminución del PIB, reforzado por el efecto directo de la tasa de interés sobre el presupuesto” (Steindl, 1990: 216).

LOS MENORES MÁRGENES DE GANANCIA Y LOS TRABAJADORES

LOS MENORES márgenes de ganancia, si bien se traducen en menor inflación, ello no se traduce en mayor poder adquisitivo de la población, debido a que los salarios se reajustan por debajo de

la inflación. Además, la disminución del grado de monopolio (y la consecuente reducción del margen de ganancia) derivada del contexto de liberalización económica, reduce las ganancias, descapitaliza a las empresas nacionales, reduce la inversión y el empleo. De tal forma, la reducción de la inflación no ha incrementado el ingreso de las empresas y familias, sino por el contrario, los ha disminuido.

La fortaleza de los trabajadores, pasa por la fortaleza de los productores nacionales. Nos dice Warren Mosler que “el trabajo fuerte requiere fuertes negocios. En el mercado competitivo actual los negocios no son fuertes, y por lo tanto el trabajo tiene poco poder” (Warren, 2003). Mientras los productores nacionales estén debilitados frente a importaciones, los trabajadores no tienen condiciones de conseguir mejores reivindicaciones. Por el contrario, los productores nacionales tratan de contrarrestar sus menores ganancias derivadas de su menor competitividad frente a importaciones, a través de menores salarios. Sin embargo, ello reduce la demanda y las ventas de las empresas, lo que impide la concreción de mayores ganancias.

Al ver disminuido sus ingresos y ganancias los productores nacionales, ello se traduce en reducción de la inversión, de la producción y del empleo, lo que resta poder de negociación a los sindicatos. Los menores ingresos de los productores nacionales van aparejados a los menores ingresos de los trabajadores. En cambio, los productores y trabajadores del país donde provienen nuestras mayores importaciones, se ven favorecidos.

Quienes ganan son las importaciones, que terminan desplazando a la producción nacional, implicando ello mayor desempleo y menores ingresos a productores y a las familias nacionales, por lo que disminuye su poder adquisitivo y su demanda.

El proceso de liberalización ha debilitado el poder del Estado, de los trabajadores y de las empresas nacionales y ha incrementado el poder del capital internacional en la economía nacional. El Estado está más subordinado a las reglas del capital financiero y ha relegado las demandas nacionales.

Los trabajadores tienen menos posibilidades de reducir el grado de monopolio para cambiar la distribución del ingreso a favor del consumo y de esta forma recuperar el crecimiento económico. Debemos recordar que en Kalecki “el estancamiento puede ser evitado sólo por una redistribución sustancial del ingreso de ganancias a salarios y una gran expansión del gasto público” (véase King, 1999: 252).

El grado de monopolio es controlado por los productores de fuera y continúa afectando el crecimiento económico, debido a que implica mayor déficit de comercio, lo que restringe las ganancias y la demanda. La recuperación del crecimiento económico es más difícil en este contexto debido a que las ganancias del sector productivo nacional han disminuido y se transfieren recursos al exterior.

LA POLÍTICA MONETARIA Y CREDITICIA RESTRICTIVA Y LOS PROBLEMAS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS

EN LA PERSPECTIVA de reducir la inflación, y evitar que ésta crezca más que la tasa de interés –dado que propiciaría salida de capitales y desestabilizaría el tipo de cambio–, las autoridades monetarias y hacendarias aplican políticas monetaria y fiscal restrictivas y de estabilidad cambiaria, que generan un contexto donde la tasa de interés (el costo de la deuda) crece más que la inflación que los ingresos y ganancias (capacidad de pago) de la mayor parte de las empresas productivas.

La política monetaria restrictiva (antiinflacionaria) del banco central, actúa contra la dinámica económica y la creación monetaria y cómo ésta juega un importante papel para financiar la inversión, al restringirse, frena a esta última. Es decir, sin dinero los deudores (empresas y familias) no pueden pagar su deuda, y a su vez, la inversión, el consumo y las ganancias no pueden ser realizadas. Wray nos dice que “los bancos crean el financiamiento requerido... el financiamiento es enfatizado como una pre-

condición para que cualquier producción actualmente se lleve a cabo” (Wray, 2001). Si los bancos no prestan y no incrementan las obligaciones, el dinero no es generado y los problemas de falta de liquidez y de insolvencia de las empresas se incrementan. Siguiendo a Wray, afirma que “los bancos hacen préstamos comprando deuda de los deudores... los créditos otorgados por el banco son el dinero primario usado por los no bancos” (Wray, 2001).

El problema no sólo es la falta de liquidez para mantener el proceso productivo y esperar la gestación de dicho proceso para conseguir recursos para pagar la deuda, sino que se magnifica cuando, a pesar que el proceso de producción pueda ser financiado, los recursos derivados de la venta de la producción no son suficientes para pagar la deuda.

La política monetaria y fiscal restriccionista y el tipo de cambio apreciado, reducen la inflación, a costa de reducir la demanda interna y el nivel de competitividad de los productores locales, lo que genera menores niveles de ganancias e incrementa el déficit externo, por lo que incrementa la demanda por recursos financieros internos y externos.

Al proseguir dicha política, se termina por frenar la disponibilidad crediticia, debido a que no se configuran recursos suficientes para asegurar el reembolso de los créditos. De tal forma, tal política de estabilidad, no genera niveles de rentabilidad que promuevan la inversión, ni condiciones financieras que la faciliten.

Así, a pesar del crecimiento de la economía mexicana de 1996 al 2000 —explicado por el crecimiento de exportaciones hacia la economía estadounidense como por la entrada de capitales ligado a tal dinamismo—, los problemas de insolvencia continuaron por el hecho que los ingresos y ganancias no crecieron tan rápido como la tasa de interés interna debido a las políticas predominantes antes señaladas, por lo que el sistema bancario no incrementó la disponibilidad crediticia al sector privado. Ello se debió a la disminución del crecimiento del mercado interno y los déficit crecientes del sector externo, así como la creciente relación deuda a ingreso, lo que aumento los riesgos del acreedor y del deudor.

LOS ALTOS NIVELES DE ENDEUDAMIENTO Y LAS MENORES GANANCIAS, RESTRINGEN EL CRÉDITO Y LA INVERSIÓN PRODUCTIVA

AL NO GENERARSE expectativas positivas sobre ganancias, se reduce el valor de los activos y el ingreso. La caída en la bolsa de valores ha depreciado el capital de las empresas participantes en dicho mercado, lo que junto a los menores flujos de ingresos, incrementan su relación de endeudamiento y sus problemas financieros, debido a que tienen menos condiciones de pago. Su capacidad de pedir préstamos disminuye y la cartera vencida tiende a aumentar, por lo que originará problemas al sistema bancario. El menor valor de los activos reales y financieros (debido a las expectativas negativas, a la caída de la demanda y de la bolsa de valores), y las menores ganancias e ingreso y alto endeudamiento, contraen la inversión, tanto para poder cubrir las obligaciones financieras existentes, como por las expectativas pesimistas configuradas.

Si las expectativas de ganancia no son lo suficiente para validar la deuda, la inversión no crece. Minsky señala que “las expectativas de ganancias son consistentes con el financiamiento de la inversión, el flujo de ganancias debe ser lo suficiente para validar la deuda (*i.e.* los negocios serán capaces de cumplir con el pago de sus compromisos derivados de su estructura de deuda)” (Minsky, 1985: 37).

Cabe recordar que la demanda por créditos y la capacidad de los bancos para generar créditos y dinero, depende de las expectativas. Retomando a Minsky nos dice que “los flujos de efectivos anticipados de las operaciones de las empresas determinan la demanda y la oferta de deuda a ser usada para financiar posiciones en los activos de capital y la producción de nuevos activos de capital (producción de inversión)” (Minsky, 1985: 39). Al cambiar las expectativas, la demanda por créditos y la capacidad de los bancos para generar créditos y dinero, disminuyen.

Al no generar la economía suficientes ganancias e ingresos para cubrir el pago del servicio de la deuda, aumentan los riesgos del acreedor y del deudor, por lo que nadie quiere pedir prestado y

nadie quiere prestar. Se restringen la demanda y oferta crediticia. El dinero (“es definido como una deuda emitida primariamente para transferir poder de compra del futuro al presente” (Wray, 1992) no puede ser creado en un contexto de expectativas de insolvencia, debido a que será difícil asegurar el poder de compra (ingreso suficiente) para pagar la deuda.

En un contexto recesivo y de incertidumbre, los gastos (consumo e inversión) disminuyen. Si la economía no está generando suficientes ganancias e ingresos para cubrir el pago del servicio de la deuda, la inversión no se realiza y la demanda y oferta de créditos disminuyen. Los acreedores incrementan la tasa de interés debido al riesgo para recuperar los préstamos. Por su parte, la autoridad monetaria también lo hace para reducir la preferencia por liquidez que tiende a incrementar con la incertidumbre. Ello restringe más la actividad económica y encarece el costo de la deuda, por lo que más se restringe la demanda por crédito. Las empresas tratan de evitar perder sus colaterales y sus activos si las ganancias esperadas no se realizan en una magnitud suficiente para cubrir el crédito, por lo que no asumen posiciones de riesgo. En relación con esto Wolfson nos dice que “uno podría pensar que los proyectos de más alto riesgo disuaden a los deudores quienes temen la bancarrota” (Wolfson, 1996: 445). Ellos prefieren disminuir la inversión y la demanda por créditos para reducir el riesgo. Sherman dice que “si la demanda insuficiente causa pérdidas futuras, entonces, ¿por qué cualquier persona racional de negocios desearía pedir prestado a cualquier tasa de interés positiva?” (Sherman, 1991: 56). En ese contexto la inversión no se realiza, por lo que el financiamiento no es requerido, y la demanda de créditos se reduce.

En un escenario de alta relación de endeudamiento (deuda a ingreso), menores ganancias, y alta incertidumbre, los acreedores están temerosos de prestar dinero, por lo que no asumen posiciones de riesgo. El sistema de bancos restringe los créditos cuando los deudores no tienen asegurado el reembolso de los préstamos. Las perspectivas pesimistas actúan contra la creación monetaria por parte de los bancos, debido a que deciden restringir la disposición crediticia. Moore dice que “la oferta de crédito monetario

varía pro-cíclicamente con los cambios en la demanda por crédito bancario” (Moore, 1989: 26).

La capacidad de emitir deuda y crear dinero por bancos y no bancos, disminuye, porque piensan que ello originaría más problemas de insolvencia y causaría acciones especulativas. Sin embargo, la posición de los bancos de restringir los créditos, incrementa los problemas financieros de las empresas, porque ello se da en un contexto donde se encuentran altamente endeudadas y con bajas ganancias.

Cuando todas las empresas y bancos actúan en la misma forma, se restringe la inversión. Son por lo tanto los riesgos del acreedor y del deudor los que han contribuido a la disminución de la demanda por créditos y de la oferta crediticia, así como de la inversión, lo que genera un círculo vicioso, dado que contrae la actividad económica, las ganancias, lo cual profundiza más los problemas de falta de liquidez y de insolvencia. Éstos crecen más porque el banco central restringe la política monetaria e incrementa la tasa de interés para evitar un aumento de preferencia de liquidez en este contexto de incertidumbre. Tal política incrementa la falta de liquidez y profundiza los problemas financieros. Wolfson afirma que “una crisis financiera puede ser definida simplemente como una repentina e intensa demanda por dinero” (Wolfson, 1986: 129).

La posibilidad de una bancarrota es una realidad debido a que en estas circunstancias, las empresas no pueden encontrar créditos internos y externos. El menor crecimiento económico, las menores ganancias y la falta de apoyo financiero son la peor situación para las empresas nacionales. Éstas dejan de tener condiciones financieras internas y crediticias para mejorar sus inversiones, y para pagar sus deudas, por lo que se contrae la inversión, lo que disminuye más el ingreso y las ganancias y acentúa la tendencia contraccionista de la economía. Steindl señala que “si la empresa trata de remediar esto (su endeudamiento) a través de disminuir la inversión en el próximo periodo, sólo originará una caída de ganancias y un adicional incremento en su relación de deuda. De esta forma, un proceso acumulativo hacia abajo empezará” (Steindl, 1990: 209).

Se genera un proceso de estancamiento que espera que un evento exógeno pueda contrarrestar esta situación.

LOS PROBLEMAS DEL SECTOR FINANCIERO SON DERIVADOS DEL SECTOR PRODUCTIVO

Si el sector productivo tiene bajas ganancias, y baja capacidad de pago para cubrir su deuda, el sector financiero (bancario) tendrá problemas también. El comportamiento del sistema bancario depende del sector productivo. Malcom Sawyer al respecto señala que “el sistema financiero tiene una amplia relación pasiva con el sector real y la principal acción surge del sector real (fluctuaciones en la inversión) en vez que del sistema financiero. Es reconocido que el sistema financiero tiene que proveer crédito si el sector real se va a expandir” (Sawyer, 1999: 307).

La inversión necesita expectativas positivas (altas ganancias, o ganancias mayores que la tasa de interés), y condiciones financieras (disponibilidad crediticia). Pero la última depende de la primera. El dinero (crédito) es creado en bancos si ven certidumbre para recuperar los créditos. Si se tiene asegurados ingresos futuros suficientes para devengar el pago de la deuda, el sector bancario expande su oferta crediticia. En cambio, las bajas ganancias, la menor participación de la producción nacional en el mercado interno y la caída de la demanda interna, hacen que las empresas nacionales no tengan acceso a los créditos bancarios.

Las empresas nacionales han perdido en el proceso de liberalización financiera debido a que han pasado a tener altos niveles de endeudamiento y su capacidad de pago ha disminuido. Muchas empresas pierden su capital debido a que no pueden pagar sus deudas. Cuando su ingreso es restringido, la única forma de contar con ingresos monetarios para cumplir sus obligaciones financieras, es a través de conseguir socios externos y/o vender activos para pagar pasivos, aumentando el poder de los acreedores.

Los problemas van del sector productivo hacia el sector financiero, aunque este último termina cobrándose con activos. Para conseguir un buen comportamiento de ambos sectores, es nece-

sario que la economía pueda generar condiciones lucrativas para incentivar la inversión productiva y generar capacidad de pago para disminuir el riesgo del acreedor y del deudor e incrementar la demanda y la oferta crediticia. Malcom Sawyer nos señala que “Kalecki previó algunas restricciones en el sector real provenientes del sector financiero, pero la principal restricción viene dentro del sector real” (Sawyer, 1999: 313).

Las ganancias son cruciales para promover inversión y conseguir la estabilidad del sistema financiero, debido a que aseguran capacidad de pago. Minsky señala que “las ganancias son aquella parte de los precios que sostiene el sistema financiero y la estructura de relaciones financieras que provee los flujos de efectivo que validan los compromisos financieros pasados. Las ganancias son también las señales para la inversión y los compromisos financieros corrientes” (Minsky, 1985: 26). El problema es que la política imperante no configura condiciones de ganancias generalizadas capaces de alcanzar estabilidad y crecimiento en el sector productivo y bancario.

LOS MAYORES NIVELES DE ENDEUDAMIENTO EN QUE CAEN LAS EMPRESAS, FAVORECEN AL SECTOR FINANCIERO

EL ALTO nivel de endeudamiento origina que ingresos crecientes de empresas y de familias sean transferidos al rentista. El creciente endeudamiento y el menor crecimiento de ganancias en relación con las tasas de interés, origina un cambio en la participación de la distribución del ingreso a favor del acreedor y contra los deudores. Los sectores productivos con problemas de sobre-endeudamiento y de capacidad de pago, realizan un cambio patrimonial de activos y de recursos a favor de los acreedores. Felix dice que “en conjunción con la creciente relación deuda/ingreso de la deuda apalancada incrementada, la participación del rentista en el ingreso nacional se ha incrementado persistentemente” (Felix, 1997-98: 214).

La creciente carga del servicio de la deuda que ello implica, lleva a que los deudores tengan menos recursos para invertir, lo cual impacta negativamente sobre la actividad económica. Ndikumana señala que “el servicio de la deuda tiene un efecto negativo sobre la inversión más allá del hecho que el pago de efectivo de los compromisos reduce el flujo de efectivo. Los pagos de deuda no sólo reducen el financiamiento interno sino también hacen el financiamiento externo más costoso y escaso” (Ndikumana, 1999: 456).

Los ingresos incrementados del rentista no dinamizan la inversión productiva, y el consumo, debido a que ellos pululan en el ámbito financiero, y a su vez, su consumo está ya satisfecho, por lo que dicha transferencia atenta sobre la dinámica económica.

Los ganadores del proceso de baja inflación, conseguido a través de la apreciación cambiaria y del gran crecimiento de importaciones, han sido los acreedores nacionales y externos (por los altos niveles de endeudamiento configurados). Al respecto Wolfson dice que “un efecto ya sea de una disminución en precios o una disminución en la inflación es transferir riqueza de deudores a acreedores” (Wolfson, 1996: 317). También se han favorecido las exportaciones estadounidenses y los compradores de activos nacionales rentables, dado que el gobierno ha tenido que vender activos para promover la entrada de capitales para mantener estable (apreciado) el tipo de cambio y baja la inflación.

LA BAJA INFLACIÓN SUSTENTADA EN TIPO
DE CAMBIO APRECIADO NO ES COMPATIBLE
CON EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

LA REDUCCIÓN de la inflación conseguida a través de disminución del gasto público, alta tasa de interés y apreciación cambiaria, no actúa a favor del crecimiento económico, pues dicha política restringe el mercado interno, aumenta la desventaja competitiva en que se encuentran los productores nacionales frente a importaciones e incrementa el déficit de comercio exterior, todo lo cual

reduce las ganancias y por lo tanto la inversión. Hay que recordar que la caída del gasto público y el déficit comercial, de acuerdo con M. Kalecki, disminuyen las ganancias (Kalecki, 1969).

Estas políticas disminuyen la demanda agregada, aumentan la capacidad ociosa y el déficit comercial (dado el desplazamiento de que es objeto la producción nacional frente a importaciones), lo cual genera una situación donde el precio demanda de los activos de capital es menor que el precio oferta de los activos, situación que desestimula la inversión, debido a que los ingresos esperados no son suficientes para hacer frente al costo de la inversión. En consecuencia, la restricción al crecimiento económico y la eventualidad de una crisis está dada por las menores ganancias derivadas por la política de estabilización económica, lo que evidencia el alto costo que representa reducir la inflación de esta forma. En igual sentido Wray nos dice que “los postkeynesianos reconocen que la deflación es un problema mucho más serio que el de la inflación” (Wray, 2001).

Con la política de estabilización del tipo de cambio, se puede bajar la inflación, pero no dinamizar la economía, y menos si dejan de actuar los motores externos de crecimiento, tal como el crecimiento de exportaciones y los flujos de capital. La distorsión de precios relativos configurada, juega un importante papel contra las variables reales y el crecimiento económico, debido a que reduce los márgenes de ganancia, afecta las cadenas productivas, aumenta el déficit externo, disminuye ganancias, incrementa los niveles de sobreendeudamiento interno y externo, y ha limitado el financiamiento para la inversión, lo cual genera una tendencia recesiva.

La reducción de la inflación no se traduce en menor tasa de interés, ni en flexibilización de la política fiscal y crediticia a favor del crecimiento económico, ante el temor de que éste pueda generar presiones inflacionarias y sobre el sector externo y desestabilicen el tipo de cambio. Por otra parte, está el hecho que la economía enfrenta –a raíz de la apreciación cambiaria, de los rezagos productivos y sus altos niveles de endeudamiento externo–, fuer-

tes presiones sobre el déficit externo. Ello aumenta los requerimientos de entrada de capitales para financiar dicho déficit, lo que obliga a la economía a trabajar con políticas monetaria y fiscal contraccionistas para disminuir tales presiones, como para configurar confianza y estabilidad para atraer flujos de capital, por lo que la tasa de interés no puede disminuirse si no hay otros estímulos para atraer inversión al país.

A través de disminuir la demanda y las ganancias en la esfera productiva, tratan de mantener la estabilidad del tipo de cambio, la cual es funcional a los flujos de capital ya que asegura el valor del capital financiero. Asimismo, tal política económica genera mejores condiciones de rentabilidad en la esfera financiera en detrimento de la esfera productiva, por lo que los capitales salen de esta última, para ser invertidos en la primera, lo que atenta sobre el crecimiento económico. En relación con esto Steindl señala que “más recientemente, la política monetarista ha reforzado la tendencia de las empresas industriales a convertirse ellas en rentistas y especuladores” (Steindl, 1990: 178).

Se configura un círculo vicioso de estancamiento pues tales políticas siguen presionando sobre el déficit de cuenta corriente de balanza de pagos y atentando sobre las ganancias y la inversión productiva. Steindl afirma que “mientras menor sea la tasa en que el capital se está acumulando, llevará a una menor generación de demanda y otra vez al exceso de capacidad y al estancamiento” (Steindl, 1990: 130).

Dicha política no genera las condiciones de pago para cumplir con las obligaciones financieras que devengan dichos capitales, los que a su vez se canalizan a financiar el déficit externo, o a pulular en el sector financiero, y los que se ubican en el sector productivo tienen un alto componente importado, por lo que no generan impacto positivo sobre la balanza de comercio exterior que pueda contribuir a cubrir tales obligaciones financieras.

La política económica de estabilización en el actual contexto de contracción económica mundial, actúa en forma procíclica, recrudeciendo los problemas recesivos de la economía nacional.

LA INSUSTENTABILIDAD DE LA ESTABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO

AL DESCANSAR la estabilidad del tipo de cambio en la entrada de capitales, termina siendo insustentable, debido a que incrementa las presiones sobre la balanza de pagos, tanto por el déficit de comercio exterior derivado de la apreciación cambiaria, como por las obligaciones financieras que se derivan de la propia entrada de capitales, y la economía no tiene asegurado el flujo de capitales para financiar dicho déficit y la estabilidad cambiaria.

La política económica predominante no configura condiciones de rentabilidad y de pago para atraer flujos de capital en forma permanente. Dichos flujos han descansado en el proceso de privatización y extranjerización de la economía, y los activos rentables susceptibles de vender, se agotan, más temprano que tarde. De ahí que la estabilidad cambiaria pasa a ser frágil y más en contexto de incertidumbre cuando la economía deja de ofrecer condiciones de rentabilidad y de pago a favor del capital. En ese entorno, se cambian las expectativas de los agentes, el capital sale y propicia inestabilidad cambiaria, crisis financiera y económica. Laski señala que “cuando la deuda crece en relación al PIB la confianza de los deudores en la moneda interna está siendo cada vez más erosionada. Cuando estas expectativas prevalecen, una salida de capitales empieza y puede guiar a un pánico” (Laski, 2001).

La incertidumbre acerca del futuro originada por el impacto del estancamiento de la economía de Estados Unidos sobre la economía mexicana, así como por la vulnerabilidad de los mercados financieros internacionales, junto a las presiones que enfrenta el sector externo y las finanzas públicas nacionales y la dificultad que enfrenta el gobierno mexicano para abrir el sector energético a la inversión extranjera, terminarán por disminuir la demanda externa por moneda nacional y la entrada de capitales, actuando ello negativamente sobre el tipo de cambio, el mercado de capitales y la economía, evidenciando la insustentabilidad del contexto de liberalización financiera.

BIBLIOGRAFÍA

- FAZZARI, S.M. y A.M. Variato (1994), "Asymmetric information and Keynesian theories of investment", *JPKE*, verano, vol. 16, núm. 3.
- FELIX, D. (1997-1998), "On drawing general policy lessons from recent Latin American currency crises", *JPKE*, invierno, vol. 20, núm. 2, p. 214.
- KAZIMIERZ, Laski (2001), "External constraints on sustainable growth in transition countries", en Laski Kazimierz (ed.), *wiiw Research papers*, núm. 281, octubre.
- KALECKI, M. (1969), *Theory of economic dynamics*, N.Y.A.M. Kelley.
- KING, J.E. (1999), "Introduction", *Review of Political Economy*, vol. 11, núm. 3, p. 252.
- MINSKY, H. (1985), "The financial instability hypothesis: a restatement", en Arestis and Skouras, *Post Keynesian Economic Theory*, p. 39.
- MOORE, B. (1989), "A model of bank intermediation", en *JPKE*, vol. 12, núm. 1, otoño, p. 25.
- NDIKUMANA, L. (1999), "Debt service, financing constraints, and fixed investment: evidence from panel data", *JPKE*, vol. 21, núm. 3, p. 456.
- SAWYER, M. (1999), "The kaleckian analysis and the new millennium", *Review of Political Economy*, vol. 11, núm. 3, p. 307.
- SHERMAN, H.J. (1991), *Growth and crisis under capitalism, in the business cycle*, p. 56.
- STEINDL (1990), "Stagnation theory and stagnation policy", en Josef Steindl, *Economic Papers 1941-1988*, Macmillan, 1990, p. 126.
- (1990), "Ideas and concepts of long run growth", en Josef Steindl, *Economic Papers 1941-1988*, Macmillan, pp. 127-138.
- (1990), "Distribution and growth", en Josef Steindl, *Economic Papers 1941-1988*, Macmillan, pp. 149-165.
- (1990), "From stagnation in the 30s to Slow Growth in the 70s", en Josef Steindl, *Economic Papers 1941-1988*, Macmillan.
- (1990), "Saving and Debt", en Josef Steindl, *Economic Papers 1941-1988*, Macmillan, pp. 208-215.
- (1990), "The control of the economy", en Josef Steindl, *Economic Papers 1941-1988*, Macmillan, 1990, pp. 216-229.
- WARREN MOSLER, (2003), "Exchange rate policy and full employment", en www.warrenmosler.com
- WOLFSON, M.H., (1986), *A business-cycle model of financial crises, in financial crises: understanding the postwar US experience*, Nueva York y Londres, Inglaterra, M.E. Sharpe in a Armonk, p. 182.

- (1996), “Irving Fisher’s debt-deflation theory: its relevance to current conditions”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 20, núm. 3, mayo, p. 317.
- (1996), “A Post Keynesian theory of credit rationing”, *JPKE*, vol. 18, núm. 3, verano, pp. 443-470.
- (2001), “Money and inflation, in new guide to PK economics”, en Richard P.F. Holf and Steven Pressman, Rotledge.
- WRAY, R. (1992), “Commercial banks, the central bank, and endogenous money”, *JPKE*, vol. 14, núm. 3, primavera.

LUIZ FERNANDO DE PAULA*

*Alternativa de política económica para Brasil: una propuesta poskeynesiana***

INTRODUCCIÓN

EL PRESENTE capítulo tiene por objeto discutir una alternativa de política económica para Brasil que permita superar la actual tendencia al estancamiento que, a nuestro juicio, es inherente a la política económica adoptada por el gobierno de Fernando Henrique Cardoso y el gobierno de Lula da Silva. El enfoque teórico adoptado en el capítulo tiene un sesgo implícitamente (pos)-keynesiano. En un sentido más amplio, entendemos por *políticas keynesianas* aquellas políticas económicas que tienen como objetivo principal el crecimiento del producto bruto y del empleo, compatibilizándose este objetivo con la estabilidad de precios. Más específicamente, la concepción de política keynesiana aquí adoptada es aquella en la que las implicaciones de la política económica emergen de la percepción del papel de la demanda agregada en establecer el nivel de actividad económica –inducida por las políticas macroeconómicas– y de la falta de fuerzas automáticas que generen en una economía de mercado una situación de pleno empleo. En otras palabras: en las economías monetarias, el pleno empleo solamente puede ser alcanzado por accidente o por acción deliberada, es decir, a través de políticas de Estado.

* Profesor adjunto de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad del Estado de Río de Janeiro (FCE-UERJ) e investigador del CNPq. E-mail: lfpaula@alternex.com.br

** El autor se ha beneficiado de las investigaciones (y discusiones) realizadas sobre el tema de este *paper* con Fernando Ferrari Filho, João Sicsú y José Luís Oreiro, en el marco del Grupo sobre Moneda y Sistemas Financieros (IE-UFRJ), al que, no obstante, no le cabe ninguna responsabilidad por eventuales errores y omisiones presentes en este trabajo.

En la visión keynesiana, o más específicamente poskeynesiana, la política económica, basada en la concepción de no neutralidad de la moneda y en el principio de la demanda efectiva, es capaz de afectar de manera duradera –tanto en el corto como en el largo plazo– las variables reales de la economía (producto bruto y empleo).¹ Además, esta visión interpreta –en principio– como innecesaria, o incluso ineficaz, la adopción de políticas de restricción de la demanda como medidas destinadas al ajuste macroeconómico, sea en relación con la lucha contra el desequilibrio externo, sea en relación con las presiones inflacionarias.

En este contexto, cualquier estrategia de crecimiento económico con estabilidad de precios, diseñada para la economía brasileña, que procure establecer una alternativa de crecimiento económico sostenido, debe compatibilizar el equilibrio interno (niveles de inflación controlados y gerenciamiento sustentable de la deuda pública interna) con el equilibrio externo (bajos niveles de déficit en cuenta corriente financiados predominantemente con capitales de largo plazo).

El capítulo está dividido en cuatro apartados, además de la presente introducción. El primer apartado describe un esquema analítico macroeconómico destinado a superar la llamada “trinidad imposible”. En el segundo apartado se analizan los *impasses* de la economía brasileña; y, en el tercero, las precondiciones para una nueva estrategia de crecimiento. El cuarto apartado detalla la estrategia definida en este capítulo. Por fin, un último apartado resume los argumentos desarrollados a lo largo del trabajo.

LA MACROECONOMÍA CON CONTROL DE CAPITALES: SUPERACIÓN DE LA “TRINIDAD IMPOSIBLE”

EN UN mundo crecientemente globalizado en términos de movilidad de capitales, la llamada “trinidad imposible” parece cobrar cada vez más veracidad: no sería posible conciliar la perfecta movi-

¹Para mayor profundización, véanse Arestis y Sawyer (1998); y Carvalho (1999).

lidad de los capitales con la adopción de un tipo de cambio fijo y una política monetaria independiente. O sea, las autoridades económicas no podrán alcanzar simultáneamente tres objetivos:

1. un tipo de cambio fijo entre la moneda doméstica y otras monedas;
2. la libre convertibilidad entre la moneda de un país y otras monedas;
3. una política monetaria nacional capaz de alcanzar objetivos macroeconómicos domésticos.

De este modo, o el gobierno renuncia a la autonomía en el uso de la política monetaria doméstica, adoptando un tipo de cambio fijo que determine que la tasa de interés del país siga la tasa internacional, o restringe la movilidad de los capitales o adopta tipos de cambio fluctuantes, de modo de poder practicar una política monetaria independiente. En el caso de inclinarse por un régimen de tipo de cambio fijo (*currency board*), no le asiste margen para una política monetaria autónoma o una política fiscal expansionista, ya que de acuerdo con la regla del *currency board*, la emisión de moneda doméstica deberá ser respaldada en un 100 por ciento por las reservas cambiarias del banco central. Por ejemplo, en caso de que el gobierno (y el banco central) desearan reducir el nivel de desempleo aumentando la demanda agregada para bienes y servicios, a través de un recorte en la tasa de interés, esto no sería posible, ya que el banco central se vería incapacitado de reducir las tasas de interés por debajo de las disponibles en otras partes del mundo, en particular en los grandes centros. Por otra parte, en un régimen de tipo de cambio fijo, la defensa del tipo de cambio requiere que la política monetaria se dedique exclusivamente a mantener el tipo de cambio, no pudiendo ser utilizada para alcanzar objetivos relacionados con el empleo, por ejemplo. Por lo tanto, se sacrifica cualquier objetivo de política monetaria o fiscal en defensa del tipo de cambio. En términos de la “trinidad imposible”, el país satisface la primera condición (tipo de cambio fijo) y la segunda (convertibilidad), pero sacrifica la tercera (soberanía monetaria).

En este contexto, el intento de preservar la autonomía de la política monetaria en el marco de la globalización financiera reafirma dos tipos de proposiciones: adopción de un sistema de cambio flotante y control de capitales.²

La flotación cambiaria sería el camino natural para los *policy-makers*, deseosos de tener una mayor autonomía en el ejercicio de la política monetaria sin sacrificar la convertibilidad de la moneda nacional y la integración en el mercado financiero internacional, permitiendo de ese modo una “trinidad posible” al estilo del modelo Mundell-Fleming: libre movilidad de capitales, tipo de cambio flotante y autonomía de la política monetaria. En el caso de los tipos de cambio totalmente flotantes, la autoridad monetaria no interviene en el mercado cambiario, por lo que no habría alteración en las reservas en divisas. Por lo tanto, el balance de pagos estará, por definición, en equilibrio. En este caso, el gobierno sacrifica la primera condición y deja flotar el tipo de cambio, lo que permitirá, *ceteris paribus*, un nivel de actividad y empleo mayores, especialmente en las industrias exportadoras, al mismo tiempo que las tasas de interés domésticas más bajas estimularán el nivel de gastos de los agentes del mercado (empresas y hogares). El problema de esta opción, en particular para una buena parte de los países emergentes, poseedores de monedas débiles y no convertibles, se relaciona con las oscilaciones bruscas e intensas del tipo de cambio que se producen al compás del movimiento inestable de los flujos de capital que pueden afectar negativamente estas economías, como es el caso de la inflación (por los efectos de la devaluación sobre los costos de las empresas). De hecho, la volatilidad del tipo de cambio en países emergentes resulta, en buena medida, de los problemas asociados al financiamiento de niveles elevados de déficit en cuenta corriente en la balanza de pagos, que puede llevar a una creciente demanda de cobertura (*hedge*) cambiaria en momentos de mayor incertidumbre en el escenario nacional y/o internacional. En este caso se suma que, en situaciones de escasez de dólares –o sea,

²Para un análisis de estas alternativas, véase, entre otros, Tobin (2000). Véase también para un análisis sobre regímenes de cambio y política económica, Carvalho *et al.* (2000, caps. XXI y XXII).

cuando la demanda es mayor que la oferta de dólares, lo que es típico de momentos en los que países con elevada vulnerabilidad externa se enfrentan con un deterioro en el escenario internacional–, el mercado cambiario se torna aún más inestable.

Por otro lado, en el caso de países que tienen un número importante de empresas con obligaciones externas derivadas de créditos tomados en el exterior, o simplemente préstamos denominados en moneda extranjera contratados con (o por intermedio del) sector bancario doméstico, una devaluación más acentuada puede tener un efecto patrimonial devastador sobre las empresas endeudadas.³ Se suma, además, que como el tipo de cambio es uno de los precios básicos que marcan las expectativas empresariales, la volatilidad cambiaria resultante de un tipo de cambio flotante, al aumentar la incertidumbre de los negocios, puede afectar negativamente las decisiones de inversión de las empresas. En ese sentido, mantener un régimen de tipo de cambio flotante puede ser incompatible con la libre circulación de capitales. En otras palabras, en un mundo financiero crecientemente globalizado, y en particular en países con moneda no convertible y con cuenta de capital abierta, es posible que la “trinidad posible”, de acuerdo con el modelo Mundell-Fleming, no se alcance.

Una cuarta opción –que será adoptada en este capítulo– a disposición de los *policymakers* deseosos de evitar oscilaciones (excesivas) en el tipo de cambio, y obtener una mayor independencia de la política monetaria, consiste en restringir los flujos de capital; lo que, en teoría, permite reducir directamente la demanda de activos en moneda extranjera y el potencial disponible para especular contra cierta moneda. Las propuestas de controles de capital varían desde la sugerencia de celebrar un acuerdo internacional que instituya un impuesto único sobre los flujos de capital (el llamado impuesto Tobin), hasta iniciativas nacionales como la tributación sobre el ingreso de capitales o el establecimiento de plazos mínimos de per-

³ Sin duda, la profundización de las crisis económicas en Corea en 1998 (Kregel, 1998) y en Argentina en 2001-2002 (Fanelli, 2002) resultaron en buena medida del efecto de la devaluación del tipo de cambio sobre el pasivo denominado en moneda extranjera de las empresas.

manencia del capital (la llamada “cuarentena”).⁴ El presupuesto básico que justificaría la adopción de controles de capital es que los costos y las distorsiones generadas por los controles –que incluyen la posibilidad de represalias de otros países (o de organismos internacionales), evasión de capitales por canales diversos, costos administrativos y, además, dificultades para cuantificar el impuesto necesario sobre el flujo de capitales– se verían más que compensados por sus potenciales beneficios macroeconómicos, destinados a superar los problemas causados por los flujos de capitales externos a la política macroeconómica en pequeñas economías.⁵

La idea básica es “poner arena en el engranaje” del mercado financiero internacional, para usar una analogía ya consagrada mundialmente (Eichengreen *et al.*, 1995). El caso de China es el más extremo, ya que este país no ha permitido la convertibilidad de su cuenta de capital, sino solamente la convertibilidad de la cuenta corriente. Con la adopción de controles de capitales, la violación de la segunda condición –esto es, convertibilidad libre entre monedas– permite mantener las otras dos condiciones: 1. tipo de cambio fijo, y 2. soberanía monetaria. En este sentido, se busca dilatar el ingreso de capitales introduciendo ciertas trabas, como pueden ser requerimientos extras de reservas sobre nuevos depó-

⁴Los controles de capital son usados para diferentes propósitos, entre los que se destacan: 1. mantener la estabilidad del tipo de cambio, reduciendo las presiones sobre el mismo; 2. discriminación entre flujos de capital deseables e indeseables; 3. permitir la implementación de políticas monetarias domésticas autónomas (en este caso, si los controles son eficaces, los flujos de capital se tornan menos sensibles a las tasas de interés, lo que permite que las autoridades encaren objetivos económicos domésticos); 4. preservar la estabilidad monetaria y financiera en vista de flujos persistentes de capital (incluso para detener la salida de capitales en un contexto de crisis de la balanza de pagos). Para un análisis y evaluación de los objetivos que persigue un control de los movimientos de capital, véanse Cardoso y Goldfajn (1998, parte 1); y Ariyoshi *et al.* (2000).

⁵Entre los problemas relacionados con la libre circulación de los capitales, se destacan: 1. el hecho de que la transición de una cuenta de capital cerrada hacia otra abierta tiende a generar una masiva afluencia de capital con impacto desestabilizador sobre el tipo de cambio, que incluso puede derivar en una excesiva apreciación de la moneda nacional, ocasionando desequilibrios en la balanza de pagos; 2. la pérdida de autonomía monetaria del banco central, debilitando su capacidad de controlar la demanda doméstica en función de una excesiva afluencia de capital que puede incluso acarrear problemas relacionados con la neutralización de los recursos entrantes; 3. los procesos especulativos hacen que los flujos de capital reaccionen ante señales de corto plazo, generando oscilaciones profundas y bruscas en los flujos de capital de corto plazo que pueden ser perjudiciales para países emergentes; 4. las economías emergentes están sujetas a problemas de “profecías autocumplidas” que pueden producir fugas masivas de capital (Massad, 1998).

sitos en moneda extranjera, o controles que limitan el endeudamiento en el exterior de las empresas radicadas en el país.⁶

La experiencia internacional parece indicar que los controles de capital más eficaces involucran el monitoreo de operaciones cambiarias en general, y deben ser abarcadores en su alcance y aplicados con rigor, a modo de evitar la posibilidad de redenominación artificial de operaciones con el fin específico de evitar las restricciones existentes. Estas medidas deben cubrir, sobre todo, los ingresos de capitales de no residentes, monitoreando simultáneamente las salidas de capitales de residentes (Paula, 2003). Por lo tanto, al reducir la rentabilidad de las operaciones cambiarias (2), se puede combinar un tipo de cambio más estable –incluso con la adopción de un régimen de tipo de cambio flotante– con una mayor autonomía de la política monetaria. Esto permitiría un aumento en la soberanía económica nacional y la adopción de una política económica expansionista, cuando se está en presencia de un cuadro recesivo.

IMPASSES ACTUALES EN LA ECONOMÍA BRASILEÑA

LA ECONOMÍA brasileña se ha visto caracterizada más recientemente por políticas de *stop-and-go* o, alternadamente, por la tendencia a un semiestancamiento. En efecto: después de crecer más de un 4.0 por ciento en 1995 como consecuencia de los efectos iniciales del plan de estabilización basado en un anclaje cambiario, el PIB pasó a mostrar significativas oscilaciones en su crecimiento: 2.6 por ciento en 1996, 3.3 por ciento en 1997, 0.1 por ciento en 1998, 0.8 por ciento en 1999, 4.4 por ciento en 2000, 1.5 por ciento en 2001 y 1.5 por ciento en 2002.⁷ Ese desempeño mediocre de la economía brasileña se debe, en parte, a los efectos de una sucesión de crisis externas: la crisis mexicana en 1995, la crisis asiática en 1997, la crisis rusa en 1998, la propia crisis brasileña hacia el final de 1998 e inicio de 1999, y, más recientemente, la crisis argen-

⁶Por ejemplo, Chile estableció en la década de 1990 que los títulos emitidos por las empresas locales en los mercados internacionales debían tener un vencimiento medio mínimo de cuatro años, además de la obligatoriedad de tener una clasificación de riesgo no menor de BB.

⁷Los datos mencionados en este apartado fueron obtenidos fundamentalmente en el *site* del banco central del Brasil (www.bcb.gov.br).

tina de 2001-2002 y una nueva crisis cambiaria brasileña en 2002. Además de la elevada vulnerabilidad externa,⁸ uno de los factores que han contribuido a definir el cuadro de inestabilidad macroeconómica del país y su mediocre desempeño en términos de crecimiento económico, ha sido la política de elevadas tasas de interés seguida por el banco central con el consecuente aumento de la deuda pública.

El rápido crecimiento de la deuda pública federal, que alcanzó más del 55 por ciento del PIB en mayo de 2002,⁹ resultó tanto del reconocimiento de “esqueletos fiscales” por parte del gobierno como (y principalmente) de la combinación entre una elevada tasa de interés real y un bajo crecimiento del producto. La existencia de un *stock* de deuda pública de esa dimensión, combinada con el perfil de la misma –caracterizado por la preponderancia de títulos posfijados (a tasa *overnight* y al cambio)–, dificulta sobremedida la ejecución de la política económica, con impacto sobre la política monetaria y cambiaria.¹⁰

Los cambios efectuados en la política económica en 1999 (la adopción de un régimen de tipo de cambio flotante y de un régimen de metas inflacionarias) no redundaron en mejoras significativas en las variables macroeconómicas del país.¹¹ Por ejemplo, se esperaba que la adopción de un régimen de tipo de cambio flexible hiciera posible una reducción significativa de la tasa de interés en Brasil, permitiendo a la economía brasileña crecer a un ritmo similar al de la tasa de crecimiento potencial, estimada en torno al 4.5 por ciento anual.¹²

⁸El déficit en cuenta corriente se situó entre 4.1 y 4.8 por ciento del PIB en el periodo 1998-2001, cayendo a 1.9 por ciento en el periodo enero-octubre de 2002 (comp. Boletín del banco central, diciembre de 2002). Debe destacarse que la reducción recientemente verificada en el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos deriva en buena medida de un contexto en cierta forma atípico, caracterizado por la combinación de una desaceleración de la economía con una devaluación excesiva de la moneda nacional. En contrapartida, se observó una fuerte presión inflacionaria en la segunda mitad de 2002.

⁹Comp. datos de la coyuntura económica de julio de 2002.

¹⁰Por ejemplo, un aumento en las tasas de interés básicas o la emisión de títulos indexados al cambio pueden ser eficaces para contener presiones sobre el tipo de cambio, pero incrementan la carga de intereses del gobierno.

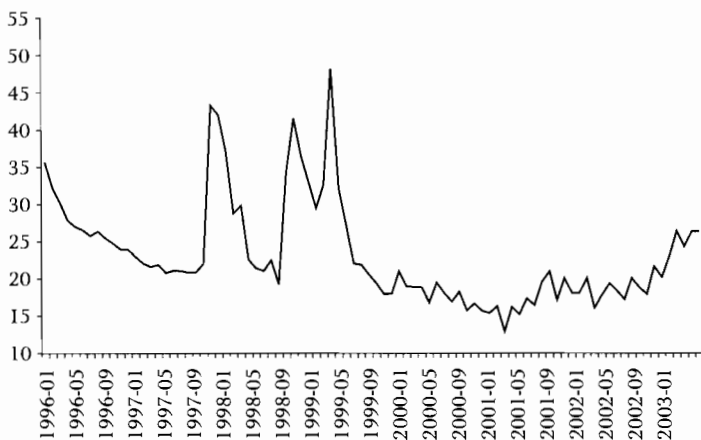
¹¹Esta cuestión es tratada en Ferrari-Filho y Paula (2003).

¹²La tasa potencial de crecimiento –también conocida como tasa natural de crecimiento– es igual a la suma entre la tasa de crecimiento de la fuerza de trabajo y la tasa de crecimiento de la productividad. En el Brasil, la fuerza de trabajo crece actualmente a razón de una tasa superior

Después del acentuado incremento en las tasas nominales de interés en el periodo de las crisis externas (octubre de 1997 a marzo de 1999), cuando llegó a alcanzar más del 40 por ciento anual, la tasa de interés nominal de corto plazo efectivamente declinó a partir de abril de 1999, ubicándose cerca del 15 por ciento por año a comienzos de 2001; pero volvió a aumentar a lo largo de 2001-2002, y llegó a alcanzar más del 20 por ciento hacia finales de 2002 (véase gráfica 1). Dado que las tasas de inflación –medidas por el IPCA– han sido relativamente moderadas en el periodo 1997-2002, se desprende que las altas tasas de interés nominales implican tasas de interés reales igualmente elevadas si se las compara con los niveles de interés real prevalecientes en otros países.

Las tasas de interés (nominales o reales) son altas en Brasil porque las autoridades económicas del país atribuyen a las mismas múltiples funciones, entre las cuales se destacan: reducir la demanda agregada en presencia de presiones inflacionarias, aun cuando no

GRÁFICA 1
TASAS DE INTERÉS DEL BANCO CENTRAL



Fuente: Banco Central del Brasil.

al 2.0 por ciento anual, en tanto que las estimaciones respecto de la tasa de crecimiento de la productividad laboral varían entre 2 y 3 por ciento anual.

hubiera una demanda agregada excesiva, como forma de prevenir una aceleración de la inflación;¹³ limitar la devaluación del tipo de cambio, a modo de evitar la inflación de costos; atraer capital externo para financiar la balanza de pagos; inducir a los inversores internos a comprar títulos para financiar el déficit público; reducir el déficit comercial a través del control de la demanda interna.¹⁴ Las altas tasas de interés tienen dos impactos básicos sobre la economía brasileña: 1. limitan el crecimiento económico, dado que encarecen el crédito (tasa de interés para créditos) y, principalmente, afectan de forma negativa las expectativas de crecimiento de las empresas; y 2. aumentan la deuda pública, compuesta en su mayor parte por títulos indexados a tasa de *overnight* y al tipo de cambio.

De hecho, previo a las modificaciones al régimen cambiario, todo movimiento más fuerte de salida de capitales de corto plazo en función del cambio en las expectativas de los agentes financieros internacionales se reflejaba en una pérdida de reservas por parte del banco central del Brasil (BCB), amenazando el mantenimiento del sistema de cambio semifijo. Para impedir el colapso de la política cambiaria, el BCB se veía obligado a incrementar la tasa de interés doméstica como forma de inducir una reversión del movimiento de salida de capitales. Luego de las medidas introducidas en enero de 1999, las salidas de capitales de corto plazo, inducidas por cambios en las expectativas de los agentes internacionales, ya no solamente se traducían en la pérdida de reservas internacionales, sino

¹³ Como se sabe, la adopción de metas inflacionarias significa que la tasa de interés de corto plazo es la variable operacional que debe ser utilizada para que pueda ajustarse la inflación futura a la meta fijada previamente. De este modo, la tasa de interés deberá subir cada vez que exista el peligro de una tasa de inflación superior a la estimada, siguiendo la conocida regla de Taylor. El punto sobre el que se desea llamar la atención es que dada la herencia del plan real, cualquier incremento en la tasa de interés tiene un impacto sobre la deuda pública e incluso sobre el riesgo-país, conforme señala la hipótesis de prima de riesgo endógeno (cfr. Bresser Pereira y Nakano, 2002; Toledo, 2002; Oreiro, 2002).

¹⁴ Comp. Bresser Pereira y Nakano (2002). Los autores agregan que "dadas esas múltiples funciones, una o más de ellas estarán apuntando en sentido de una alta tasa de interés" (p. 162). Los autores llaman la atención sobre el hecho de que los objetivos que se persiguen con la tasa de interés no sólo son múltiples, sino también contradictorios, por ejemplo, cuando el banco central aumenta la tasa de interés para atraer capital externo, puede ayudar a cerrar la balanza de pagos, pero simultáneamente estará rebalancando el tipo de cambio, lo que determinará un déficit comercial y, en un plazo mayor, llevará al desequilibrio de la propia balanza de pagos (Bresser Pereira y Nakano, 2002: 163).

que también repercutían sobre el propio tipo de cambio. Más específicamente, los movimientos de salida de capitales de corto plazo inducían (e inducen) una importante devaluación del tipo de cambio nominal, la cual se trasladaba a los precios internos debido al efecto *pass-through*, poniendo en peligro la estabilidad de la tasa de inflación. De esa forma, el BCB se vio obligado a elevar la tasa de interés para revertir el flujo de salida de capitales e impedir así el aumento de la inflación como consecuencia de la devaluación, lo que acabó por afectar –como hemos visto anteriormente– tanto el crecimiento económico como el volumen de la deuda pública.

En rigor, el gobierno brasileño ha adoptado un *régimen de fluctuación cambiaria administrado*, ya que las evidencias estadísticas corroboran de alguna manera que el BCB reacciona con un incremento en la tasa de interés (o simplemente dejando de reducirla) cada vez que el tipo de cambio muestra movimientos que preanuncian un aumento en su volatilidad o que se corresponden con una tendencia alcista en el tipo de cambio nominal (Sicsú, 2002). De este modo, el BCB actúa frecuentemente teniendo como blanco implícito el tipo de cambio nominal. Por lo tanto,

la tasa de interés de corto plazo es el principal instrumento de la política monetaria utilizada para promover la administración cambiaria. (...) [La] tasa de interés es reducida (incrementada) cuando la volatilidad y la tendencia del tipo de cambio nominal son favorables (desfavorables). Con todo, como el aumento en la volatilidad cambiaria (que en el caso brasileño, corresponde a movimientos agudos de devaluación del tipo de cambio) fue frecuente, la autonomía de la política monetaria para fijar (reducir) la tasa de interés se ha visto comprometida (Sicsú, 2002: 134).

En consecuencia, el margen del que dispone el BCB para manipular la tasa de interés se encuentra bastante limitado.

UNA ESTRATEGIA ALTERNATIVA

Una estrategia de crecimiento con estabilidad

Una estrategia alternativa para el crecimiento sostenido y financieramente estable de la economía brasileña pasa principalmente por un esfuerzo sistemático y planificado de disminuir la vulnerabilidad externa y de dependencia de los capitales extranjeros. Una estrategia de crecimiento con estabilidad para la economía brasileña que pretenda establecer una alternativa que permita un crecimiento económico sustentable debe procurar compatibilizar el equilibrio interno con el equilibrio externo, de modo de superar una conducta tipo *stop-and-go* y la tendencia al semiestancamiento que ha caracterizado la economía brasileña en los últimos años.

Por *equilibrio interno* se entiende una situación en la que la inflación se encuentra controlada sin necesidad de adoptar medidas destinadas a contraer la demanda agregada, además de darse las condiciones para un gerenciamiento de la deuda pública, entendido como fundamental para que el gobierno pueda volver a adoptar políticas fiscales contracíclicas. En cuanto al primer aspecto, es necesario adoptar una política pragmática de lucha contra la inflación, considerando que la inflación brasileña en la era posreal es predominantemente una inflación de costos. En cuanto al segundo aspecto, es necesario un cambio en la combinación *superávit primario-tasa real de interés-crecimiento económico* para estabilizar la deuda pública medida en términos del PIB. En efecto, tal como se verá en el tercer apartado, la obtención de un superávit primario del orden del 3.0 por ciento del PIB en conjunción con una tasa de interés real del 7.0 por ciento anual y un crecimiento real PIB del 4.5 por ciento es suficiente para reducir la deuda pública como proporción del PIB en los próximos 10 años de manera sustentable. Al mismo tiempo, esta estrategia devuelve al gobierno la capacidad de realizar una política fiscal activa.

Por *equilibrio externo* se entiende una situación en la que el déficit en cuenta corriente se mantiene en niveles relativamente bajos (inferior al 2.0 por ciento del PIB) y financiado predominantemen-

te con capitales de largo plazo. La reducción del déficit en cuenta corriente requiere un superávit significativo en la balanza comercial, que puede estimarse entre los 10,000 a 15,000 millones de dólares anuales, lo que sólo es posible si se mantiene un tipo de cambio subvaluado, esto es, orientado siempre que sea posible al ajuste de la cuenta corriente y a disminuir la dependencia de los capitales externos (Batista Jr, 2002: 179). Por lo tanto, en el presente capítulo se defiende la adopción de un sistema de devaluaciones periódicas administradas –*crawling peg*–, en el cual las autoridades monetarias fijan la tasa de devaluación del cambio nominal de manera tal de mantener el cambio real relativamente estable en el tiempo.

Otro aspecto fundamental sería evitar una afluencia significativa de capitales, en particular de capitales volátiles de corto plazo, que podría partir de una coyuntura de crecimiento económico y de una mayor estabilidad en el escenario internacional. De ahí la importancia que tiene adoptar controles de capitales de naturaleza preventiva, para atenuar la afluencia de capital, procurando, al mismo tiempo, atraer capitales de más largo plazo.¹⁵ El control de capitales puede ser utilizado, además, como uno de los instrumentos que hacen viables políticas económicas que procuran compatibilizar el equilibrio interno con el equilibrio externo: “en esencia, los controles de capital son utilizados en un intento por reconciliar el uso de tasas de interés y tipos de cambio en el *logro simultáneo de objetivos, inconsistentes al menos parcialmente, que hacen al equilibrio interno y externo*” (Johnston y Tamirisa, 1998: 13-4; cursivas del autor).

Por lo tanto, de alcanzarse simultáneamente el equilibrio interno y externo, se abre un espacio para la adopción de una *mix* de políticas económicas expansionistas, a través de la reducción de la tasa de interés nominal (y real) y de una política fiscal más expansionista, entendida, por el momento, como una pequeña disminución del superávit primario. Por lo tanto, se trata de modificar el rumbo de la política macroeconómica tal cual fuera establecida en la era FHC –basada actualmente en el trípode cambio fluctuan-

¹⁵Para una mayor profundización del tema, véanse Carvalho y Sicsú (2002); y Paula (2003). Para un balance de las experiencias recientes en la adopción de diferentes modalidades de controles de capitales en el mundo, véase Ariyoshi *et al.* (2000).

te-metas inflacionarias-superávit público primario— para superar la situación de inflación con estancamiento que ha contaminado la economía brasileña. A continuación detallamos la propuesta en materia de política económica aquí sostenida.

Un detalle de la política económica

Desde la perspectiva (pos)keynesiana aquí adoptada, la política económica debe estar diseñada de modo tal que permita reducir las incertidumbres inherentes a los negocios en una economía empresarial. Debe, además, procurar incrementar la inversión privada global, crear un ambiente económico más seguro que estimule acciones de mayor riesgo pero que tengan adecuados niveles de rentabilidad y generen empleo, en lugar de acumular activos líquidos. En otras palabras, la buena política es aquella que induce a los agentes a invertir en activos de capital. El gobierno debe dar claras señales acerca de la política que adoptará, dado que, debido a la incertidumbre, la política necesita crear un clima económico lo más estable posible. Las medidas adoptadas en el marco de las políticas macroeconómicas deben ser complementarias a las decisiones privadas, y no competir con la iniciativa privada ni sustituirla. En palabras de Carvalho (1999: 269): “La política macroeconómica ideal (...) infla la demanda agregada, expandiendo la economía como un balón, y dejando a criterio de los agentes privados las decisiones acerca de cómo serán empleados los recursos disponibles.”

Las implicancias de la política de esta concepción son, sucintamente, las siguientes. La *política fiscal* se constituye en una poderosa palanca para estimular la demanda agregada, pudiendo impulsar la economía en dirección al pleno empleo, dado que actúa directamente sobre la renta privada, del mismo modo que puede impactar positivamente en las expectativas de los agentes. Tomando como punto de partida la distinción hecha por Keynes entre *presupuesto ordinario* (gasto corriente) y *presupuesto de capital*, se recomienda que el primero debe estar (a no ser en condiciones excepcionales) siempre equilibrado, en tanto que el segundo puede estar transitoriamente en desequilibrio, debiendo ser ajustado en

función de las fluctuaciones del nivel de la demanda (Kregel, 1994-1995). Debe, por lo tanto, operar en forma contracíclica, previniendo grandes fluctuaciones en el nivel de las inversiones con un programa de estabilización de largo plazo. En cuanto a la *política monetaria*, ésta actúa sobre los portafolios de los agentes y, al inducir al cambio de iliquidez por liquidez, es decir, cambiar rendimientos de interés por lucros compensadores, puede tener efectos permanentes sobre las variables reales de la economía (producto y empleo). La política monetaria debe generar, además, un efecto estabilizador a través de una tasa de interés que se mantenga en niveles bajos y a la vez estables a largo plazo, a fin de estimular la inversión productiva y evitar grandes oscilaciones que impacten negativamente sobre las expectativas empresarias. En lo atinente a la *política cambiaria*, tal como se viera en el primer apartado, se sugiere la adopción selectiva de controles de capital, de naturaleza preventiva, para atenuar los efectos desestabilizadores de los flujos de capital, debiendo ser utilizada al mismo tiempo como uno de los instrumentos que hagan viables políticas económicas más autónomas. Por fin, se sostiene que para alcanzar los múltiples objetivos de la política económica de crecimiento del producto interno bruto y estabilización de precios, es necesario proceder a una mayor coordinación de las políticas (fiscal, monetaria y cambiaria); o sea, que debe evaluarse el impacto que provoca la adopción de las políticas (o alteraciones en su comportamiento) sobre el conjunto de los objetivos que se persiguen con la política macroeconómica.¹⁶

Seguidamente, procuraremos detallar una propuesta de política económica para Brasil –basada en la concepción teórica desarrollada– que tenga por finalidad conciliar el equilibrio externo con el equilibrio interno, con vistas a crear condiciones que impulsen un crecimiento sostenido de la economía.

¹⁶ En este sentido, señala Cavalcante (2003: 81): "Si la política monetaria define los tipos de interés, éstos deben ser compatibles con el nivel de inversiones proyectadas y estimadas por el gobierno, de lo contrario estas inversiones no serán concretadas. Similarmente, la elaboración de planes de inversión debe considerar márgenes de maniobra para permitir el desarrollo de una política monetaria suficientemente flexible. Si los gastos generan una presión sobre la oferta monetaria deben ser concebidos también como una forma de garantizar el nivel de liquidez adecuado y no sólo como forma de sustituir la inversión privada."

Equilibrio externo

El principal objetivo de una política –y de ésta en particular– debe ser la obtención de un equilibrio en la balanza de pagos en los términos definidos en el apartado de la página 438 que permita garantizar su sustentabilidad en el largo plazo y que, al mismo tiempo, sostenga una cierta estabilidad en el mercado cambiario. El uso del sector externo como soporte de una estrategia de crecimiento debe ser limitado, dado que las evidencias más recientes de los países emergentes muestran que en el largo plazo no hay una correlación clara entre el sector externo y el aumento en la tasa de inversión, ya que la mayor parte del sector externo es canalizado hacia el consumo, sin que se produzca un aumento en la capacidad productiva de los sectores de bienes *transables*. Como resultado, los países emergentes pasan a enfrentar una restricción externa al crecimiento, como atestigua el aumento en las relaciones deuda externa-exportaciones y deuda externa-PIB,¹⁷ lo que redundará en un ambiente de inestabilidad macroeconómica derivada de la fragilidad financiera del sector externo. Por lo tanto, en el largo plazo, los saldos en cuenta corriente deben estar en equilibrio, dado que un país no puede endeudarse indefinidamente ante la restricción que significa la insolvencia (Bresser Pereira y Nakano, 2003).

A fin de conjugar los objetivos de disminuir la vulnerabilidad externa del país y a la vez obtener una mayor estabilidad en el mercado cambiario creando condiciones para conciliar el equilibrio externo con el equilibrio interno, se sugiere la adopción de las siguientes medidas de política económica:

a) *Institución de controles selectivos de capitales*,¹⁸ que deben ser adoptados preventivamente, a fin de evitar los problemas de ge-

¹⁷ Bresser Pereira y Nakano (2003) señalan que “investigaciones empíricas recientes indican la existencia de un límite más allá del cual la deuda se torna negativa. El Banco Mundial sitúa este límite en el 220 por ciento de las exportaciones y el 80 por ciento del PBI, porque la mayor parte de los episodios de crisis de la deuda y de renegociación de la misma se produjeron dentro de estos límites. Cohen encontró números más bajos: cuando la relación deuda-exportaciones alcanza el 200 por ciento y la relación deuda-PIB, 50 por ciento, la probabilidad de un reescalonamiento aumenta y el efecto sobre el crecimiento se torna significativamente negativo” (p. 12).

¹⁸ Los controles de capitales pueden ser clasificados en: 1. *controles sobre la entrada* de capitales externos, justificados por la función preventiva, procurando evitar un ingreso excesivo de capitales durante los periodos de *boom* (y, consecuentemente, evitando una apreciación real

renciamiento macroeconómico en periodos de creciente afluencia de capitales extranjeros: apreciación excesiva del tipo de cambio, neutralización de los recursos externos, deterioro en el saldo de cuenta corriente, necesidad de adoptar una política de tasas de interés reales positivas para atraer capitales externos, aumento del costo financiero de la deuda pública, etcétera. La adopción de controles de capital debe ser vista como un instrumento que permita la viabilidad de políticas económicas más autónomas y la creación de un ambiente macroeconómico más estable que favorezca el retorno de inversiones productivas en Brasil. En particular, podrá contribuir a 1. reducir la vulnerabilidad externa de la economía brasileña a través del control tendiente a prevenir un ingreso excesivo de capitales foráneos, medido en términos normales de afluencia de capital, como forma de evitar una sobrevaluación excesiva de la moneda nacional que puede hacer inviable el equilibrio externo de la economía; 2. seleccionar los flujos de capital que desean absorberse, de modo de disminuir la participación de capitales especulativos en la composición total de los capitales externos en Brasil, limitándolos a volúmenes administrables, para impedir así que la fluctuación cambiaria quede sujeta a entradas y salidas voluminosas de capitales, provocadas como consecuencia de un cambio en el humor de los mercados financieros nacional e internacional; y 3. aislar en algún grado la economía del contexto internacional circundante, permitiendo que la tasa de interés pueda permanecer en niveles más bajos que los que impone el *coupon* cam-

excesiva del tipo de cambio); y 2. *control sobre la salida* de capitales externos, que se justifica como imposición de restricciones a la salida de capitales que permitan quebrar la dependencia de las tasas de interés domésticas de las tasas internacionales y también como forma de reducir la velocidad de la salida de capitales cuando un país se enfrenta con la posibilidad de una retirada repentina de capitales en momentos de mayor incertidumbre. Además, los controles pueden ser clasificados en: 1. *controles directos o administrativos*, tales como límites cuantitativos (p.ej., fijación de límites o de autorización especial para créditos nuevos o préstamos ya existentes, tomados en el exterior) o prohibición de ciertas transacciones por la imposición de límites mínimos de vencimiento, que podrían afectar directamente el volumen de las transacciones financieras entre países; y 2. *controles indirectos o basados en precios*, a través de impuestos sobre los flujos entre fronteras, pudiendo ser diferenciados de modo de desalentar ciertos tipos de transacción o plazos, o requerimientos de reservas no-remuneradas (compulsivas) que tornen las transacciones financieras más costosas que otras (véase Neely, 1999).

biario, pudiendo, de esta manera situarse en niveles que estimulen un mayor gasto de los agentes –en particular, de financiamiento de capital de giro de las empresas y créditos de particulares– y al mismo tiempo tornen sustentable la administración de la deuda pública.¹⁹ Algunas medidas posibles de adoptar –sin vulnerar compromisos internacionales del país– podrían incluir:

- Instituir una reserva compulsiva no remunerada (de 10 a 30 por ciento) sobre todos los recursos externos entrantes, para ser depositada en el banco central por un periodo de un año.
- Cerrar las brechas en la legislación vigente que facilitan la evasión de capitales de residentes, además de obligar el registro en el banco central de todas las operaciones que involucran la cuenta CC5.
- Establecer límites o la necesidad de contar con autorizaciones especiales para créditos nuevos o ya existentes tomados a residentes en el exterior; una de las alternativas podría ser establecer que los títulos emitidos por empresas brasileñas en los mercados internacionales deban tener un plazo mínimo de tres a cinco años, además de la obligatoriedad de tener una clasificación de riesgo no menor de BB.

b) Modificación de un régimen de libre flotación cambiaria por un sistema de crawling peg activo, que contribuiría tanto a mantener la inflación bajo control como a garantizar la obtención de un considerable superávit en la balanza comercial. El banco central podría establecer como parámetro de actuación que el cambio real deba mantenerse estable mediante una devaluación controlada del tipo de cambio nominal, a un ritmo igual a la diferencia entre la meta fijada para la inflación doméstica y la tasa de inflación internacional, siendo ambas estimadas por el gobierno. De este modo, habría

¹⁹ La mejor administración de la deuda pública se daría tanto en función de los efectos directos de la baja en la tasa de interés de corto plazo sobre la deuda pública, ya que buena parte de la misma está indexada a tasa de *overnight*, como en función de la disminución de significativos costos fiscales relacionados con el financiamiento de elevados niveles de reservas cambiarias en el contexto de un elevado volumen de capitales y de elevado diferencial entre la tasa de interés doméstica *vis-á-vis* las tasas externas, o sea, de los costos de neutralización de los recursos entrantes.

una sustitución del sistema de cambio flexible por un sistema de *crawling peg* activo esencialmente *forward-looking*.²⁰ En otras palabras, el cambio sería en teoría fluctuante, pero con frecuentes intervenciones del banco central en el mercado cambiario, tanto para evitar una mayor volatilidad del tipo de cambio nominal como para intervenir en la fijación de un tipo de cambio real más compatible con el equilibrio de las cuentas externas. Cabe destacar que un sistema de esta naturaleza sólo podrá ser instituido en la medida en que se vea acompañado por la adopción de controles de capital. Por lo tanto, el movimiento de divisas, en función de los controles de capital introducidos, pasa a ser determinado principalmente por los flujos de comercio y servicios más las inversiones directas, lo que facilitaría la administración del tipo de cambio por parte del banco central.

c) Considerando que las excesivas devaluaciones cambiarias podrían disparar presiones inflacionarias en la economía, las mismas deberían ser complementadas con políticas industriales activas diseñadas para estimular las exportaciones y la sustitución de importaciones de insumos que tengan peso en la composición de las importaciones del país,²¹ de modo que puedan reducirse los efectos del cambio sobre el nivel de precios domésticos. Tales políticas son particularmente importantes en función de la necesidad de realizar un cambio estructural en la base productiva del país con vistas a alterar el perfil de las exportaciones brasileñas en dirección a productos de mayor elasticidad-renta.²² A la vez, la sustitución de

²⁰ Debemos resaltar que estamos proponiendo una sustitución del actual régimen de *flotación sucia* por el sistema de *mini-devaluaciones* administradas del tipo de cambio nominal. De acuerdo con lo que se destaca en Carvalho *et al.* (2001, cap. 21), el régimen de *crawling-peg* puede ser de dos tipos: activo o pasivo. En el régimen activo, la tasa de devaluación es fijada previamente por el banco central, siendo independiente de la inflación pasada. En el régimen pasivo, la tasa de devaluación del tipo de cambio es igual a la inflación en el periodo anterior *menos* la inflación internacional. Este segundo régimen presenta la desventaja de introducir un mecanismo de *inercia inflacionaria*, en la medida en que arrastra la variación del cambio en el periodo y de esa forma la variación de los precios internos en ese periodo, y la variación de los precios en el mismo anterior. En resumen, estamos proponiendo la sustitución del actual régimen de flotación sucia por un régimen de *crawling-peg* activo.

²¹ Una discusión más detallada sobre política industrial excede el marco del presente capítulo.

²² La necesidad de incluir un creciente número de exportaciones de alta elasticidad-renta es explicada en la literatura a partir de lo que se conoció como la Ley de Thirwall, que esta-

importaciones se torna necesaria debido a la elevada elasticidad-*renta* de las importaciones del país, lo que hace que éstas crezcan significativamente en periodos de crecimiento económico continuado.²³

Equilibrio interno: la sustentabilidad de la deuda pública²⁴

El punto de partida para la cuestión de la sustentabilidad de la deuda pública es que la necesaria reducción de la relación deuda pública-PIB no es un fin en sí mismo, y, por el contrario, debe ser vista en el contexto de la recuperación del gobierno de su capacidad de llevar adelante políticas de gastos fiscales contracíclicos que contribuyan a crear una situación de pleno empleo en la economía que, por lo tanto, debe ser la meta final de la política. Se agrega que la sustentabilidad de la deuda pública puede ser alcanzada con un superávit primario inferior al 4.25 por ciento, siempre que se vea acompañada por un crecimiento económico mayor, pero que no redunde en un descontrol inflacionario.

Suponiendo un endeudamiento inicial del 61.9 por ciento del PIB, valor alcanzado en julio de 2002, y manteniendo el cambio real, la deuda pública tendría una trayectoria ascendente, ubicándose para el año 2011 en el 65.2 por ciento del PIB, tomando como

blece una relación entre la tasa de crecimiento de los países y el coeficiente entre la elasticidad-*renta* de las importaciones y exportaciones. La baja elasticidad-*renta* de los productos de menor valor agregado exportados por países en desarrollo, comparada con la mayor elasticidad-*renta* de las importaciones provenientes de los países desarrollados genera un déficit de carácter estructural en la balanza de pagos de los primeros, lo que acaba redundando en una restricción del crecimiento económico de los países en desarrollo. De este modo, en una economía abierta, la mayor restricción al crecimiento de la demanda (y por ende al desempeño económico) es, normalmente, su balanza de pagos (véase, entre otros, Thirwall, 2002). Campos y Arienti (2002), al estimar la elasticidad-*renta* de las exportaciones e importaciones brasileñas en los años noventa, mostraron que en términos generales la elasticidad-*renta* de las importaciones fue mayor que la elasticidad-*renta* de las exportaciones, lo que equivale a decir que, cada vez que las rentas internas y externas crecen, en la misma proporción se produce un aumento en las importaciones relativamente mayor que en las exportaciones generando un estrangulamiento en la balanza comercial.

²³Holland y Canuto (2001) estimaron, en el periodo de 1950-2000, para las 10 mayores economías de América Latina, que por cada 1 por ciento de crecimiento del PIB, las importaciones crecen entre 2 y 4.5 por ciento, indicando una fuerte restricción externa al crecimiento de estas economías.

²⁴Esta subsección se basa en Oreiro y Paula (2003).

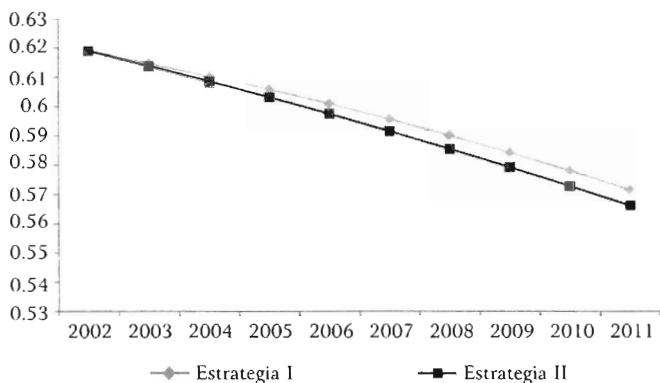
base premisas iniciales de una simulación realizada por el banco central en 2002 (Goldfajn, 2002): tasa de inflación media del 3.5 por ciento anual, tasa real de interés del 9.0 por ciento anual, tasa de crecimiento del PIB del 3.5 por ciento anual, y superávit primario manteniéndose en el 3.75 por ciento del PIB. En este contexto, para reducir el endeudamiento del sector público sería necesario generar un superávit primario de cerca del 4.5 por ciento del PIB, que permitiría la reducción de la deuda pública al 56.5 por ciento del PIB para el año 2011.²⁵

Dicho esto, existen dos cuestiones que son fundamentales para analizar la evolución futura del endeudamiento del sector público. En primer lugar, debemos preguntarnos si un superávit primario superior al 4.0 por ciento del PIB es políticamente sustentable a largo plazo, o sea, si la sociedad brasileña está dispuesta, o no, a transferir al sector público semejante proporción de la renta nacional. Damos por sentado que no lo está. En efecto: la carga tributaria brasileña, situada en el 35 por ciento del PIB, es relativamente elevada cuando se la compara con la prevaleciente en países que poseen un nivel de renta per cápita semejante al de Brasil. Paralelamente, no hay mucho margen para la reducción del gasto público: los cargos en la administración federal están prácticamente congelados, la disponibilidad de recursos para solventar el gasto de inversiones está bastante restringido; hay patentes deficiencias en la infraestructura básica de la economía brasileña.

Una segunda cuestión importante es saber si no existen estrategias alternativas de reducción del endeudamiento público que, respetando los contratos y la estabilidad de precios, sean capaces de reducir la relación deuda-PIB sin exigir un superávit primario tan grande. En otras palabras: ¿no sería posible reducir el endeudamiento del sector público a través de un cambio en la economía política de manera tal de obtener una reducción en la tasa de interés real y una aceleración del crecimiento económico?

²⁵ En nuestros cálculos tomamos como base la fórmula $s' = [(r - g)/(1 + g)]b$, en la que r es la tasa de interés real, g es la tasa de crecimiento del PIB real, b es el superávit primario medido en términos del mismo.

GRÁFICA 2
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PIB SEGÚN DIFERENTES
ESTRATEGIAS DE POLÍTICA ECONÓMICA



Fuente: Oreiro y Paula (2003: 6).

A continuación efectuamos una proyección para la reducción del endeudamiento público basada en cuatro pilares: 1. reducción del superávit primario (en promedio) hasta niveles en torno al 3.0 por ciento del PIB válido para los próximos 10 años; 2. una “constricción” de la meta inflacionaria hasta (en promedio) un 9.5 por ciento anual para 2011; 3. reducción de la tasa de interés nominal hasta niveles compatibles con la obtención de una tasa de interés real del 6.0 por ciento anual; 4. devaluación del tipo de cambio nominal a un ritmo compatible con la estabilidad del tipo de cambio real.

Los puntos 1 y 3 tienen como fundamento la constatación de que, debido a la insuficiencia de la demanda agregada, la economía brasileña está creciendo a un ritmo muy inferior al potencial, lo cual resulta de una combinación de políticas fiscales y monetarias restrictivas. Esa insuficiencia de la demanda agregada se refleja en un bajo grado de utilización de la capacidad productiva, inferior al 81 por ciento, tal como podemos visualizar en la gráfica 3. Dado que el producto efectivo está muy por debajo del potencial, se desprende que una fuerte reducción de la tasa de interés nominal sería, en principio, compatible con el mantenimiento de la tasa

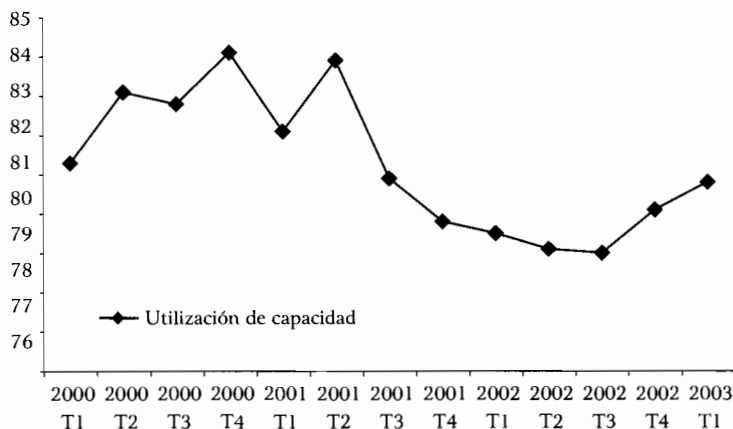
de inflación en los niveles actuales y, de esa forma, con una reducción de la tasa de interés real. Eso, a su vez, sería un gran estímulo para el aumento de la demanda agregada, pudiendo contribuir a que la economía comience a crecer a una tasa próxima a la potencial, estimada en un 4.5 por ciento por año. Adicionalmente, habría un fuerte estímulo fiscal para el crecimiento derivado de la reducción del superávit primario de 4.5 a 3.0 por ciento del PIB.

De este modo, existen dos estrategias posibles para reducir el endeudamiento público a largo plazo. La estrategia I, ya enunciada, consistiría en mantener el superávit primario alrededor del 4.5 por ciento del PIB y la tasa de interés real en un nivel cercano al 9.0 por ciento anual, lo que –en una estimación optimista– se plasmaría en un crecimiento del 3.5 por ciento anual del PIB, ubicándose por debajo del potencial de la economía brasileña. La estrategia II se basaría en admitir que el producto efectivo del país se ubica actualmente en niveles inferiores al crecimiento potencial y que, por lo tanto, es posible reducir significativamente la tasa de interés nominal, manteniendo a la vez la inflación bajo control. En esta estrategia, el superávit primario se mantiene, pero es reducido a un nivel de 3.0 por ciento del PIB. Tal como muestra la gráfica, la deuda pública con respecto al PIB se reduce en el escenario básico de ambas estrategias a un nivel cercano al 56 por ciento hasta 2011. La ventaja de la estrategia II radica en que es compatible con un cierto “aflojamiento” de la restricción fiscal y, consecuentemente, con un crecimiento mayor de la economía brasileña.

Equilibrio interno: control de la inflación

Como se aprecia en la gráfica 3, el grado de utilización de la capacidad productiva ha ingresado en una etapa de meseta, ubicándose en un nivel relativamente bajo, con algunos sectores en los que el grado de utilización es elevado: industria del papel y gráfica, industria del caucho, siderurgia y metalurgia no ferrosa (IEDI, 2003). Cabe destacar que en varios de estos sectores la exportación es una fuente importante de la demanda. De todos modos, es necesario definir una política de inversión y financiamiento para estos sectores, a fin de anticipar futuros problemas que podrían ser ocasionados por la reactivación económica.

GRÁFICA 3
 DATOS TRIMESTRALES DEL GRADO
 DE UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA
 DE LA INDUSTRIA BRASILEÑA



Fuente: Oreiro y Paula (2003: 6), basado en datos del IPEA-DATA.

Cabe destacar que así como cualquier inflación que se produce en una economía que se ubica de este lado del pleno empleo es una inflación de costos, la reciente inflación brasileña (2002-2003) fue una inflación *eminente* de costos, causada principalmente por el efecto de la importante devaluación del tipo de cambio nominal ocurrida en el segundo semestre de 2002, la cual se trasladó a los precios domésticos por intermedio del llamado efecto *pass-through*, sumado a las reacomodaciones relacionadas con los aumentos en el precio del petróleo, proceso que acabó siendo propagado por los mecanismos de indexación de los precios administrados (energía eléctrica, telefonía, etcétera). En otras palabras, Brasil tuvo una combinación de inflación importada con una inflación de precios administrados. En estas condiciones, la utilización de una política de aumento de las tasas de interés ha provocado un enfriamiento general de la economía que alcanzó a *todos* los sectores, y que redundó en altas tasas de desempleo y bajas tasas de inversión. A ello se agrega que como la relación crédito-PIB en

Brasil es baja —en los últimos años se ha situado en alrededor del 25 por ciento—,²⁶ la influencia de la tasa de interés sobre los gastos de los agentes es relativamente baja en el país, lo que disminuyó el efecto de la política de interés.

En este contexto, defendemos la adopción de una política anti-inflacionaria pragmática en la que se busque utilizar un instrumento diferente para cada causa inflacionaria, de modo de evitar los efectos nocivos y frecuentemente exagerados de una política de altas tasas de interés. Es decir, que debe atacarse la causa del problema y no intentar sofocar la aparición de síntomas como el aumento de los precios. En el caso brasileño debe procurarse una revisión de los contratos relativos a los precios administrados, a modo de disminuir la propagación de los *shocks* inflacionarios. Es conveniente, además y siempre que sea posible, implementar políticas preventivas que inhiban las acciones individuales que puedan ocasionar inflación, por ejemplo:

Un programa de clasificación y entrenamiento de los trabajadores asociado con políticas de desarrollo tecnológico (con el propósito de aumentar la productividad), una administración tributaria no inflacionaria, una política industrial de incentivo a las exportaciones y de sustitución de importaciones, y la constitución de instituciones dedicadas a administrar *stocks* reguladores de precios y la prohibición legal de indexar contratos de precios, son instrumentos que permiten eliminar las causas más frecuentes de la inflación (Sicsú, 2003: 134-135).

El mix de políticas expansionistas

Asumiendo que el crecimiento del producto interno bruto y del empleo depende en buena medida de la demanda efectiva de la economía, resulta necesario implementar un *mix* de políticas macroeconómicas, ya que proporcionaría mayores grados de libertad

²⁶Según datos de un estudio del FMI (Belaisch, 2003: 4), en el año 2000 la relación total de crédito-PIB era de 45.3 por ciento en los Estados Unidos, 84.7 por ciento en el Japón y 103.7 por ciento en la zona del euro.

para la política monetaria, abriendo un espacio para fijar una tasa de interés real más compatible con un crecimiento sostenido de la economía, junto con una política fiscal algo más flexible. Por otro lado, la política fiscal disminuiría su grado de subordinación a la política monetaria lo que le permitiría actuar de manera más efectiva y permanente como política contracíclica. En este sentido, es bienvenida la discusión iniciada por el gobierno del presidente Lula acerca de la adopción de políticas fiscales contracíclicas. La propuesta del gobierno de Lula que está siendo transmitida por la prensa, es permitir que en los momentos en los que el nivel de actividad económica se debilita, lo que normalmente va acompañado de una baja en la recaudación de impuestos y un aumento en las demandas sociales, el gobierno disminuya el superávit primario e incremente ligeramente el gasto para suavizar el ciclo económico. Ese mayor gasto sería compensado en la etapa siguiente, cuando la economía volviera a crecer, con un superávit mayor, a modo de permitir que en el largo plazo el presupuesto público tendiese al equilibrio.²⁷ Cabe señalar, sin embargo, que en el contexto actual de la política económica –que establece en principio como meta de medio/largo plazo un superávit primario de 4.25 por ciento anual– el margen de maniobra para la adopción de una política de esta naturaleza resulta bastante reducido.

CONCLUSIÓN

LA PRESENTE contribución procuró presentar una alternativa de política económica de largo plazo de naturaleza keynesiana, que busca generar condiciones para que la economía brasileña supere el sesgo inflacionario e inestable que la ha caracterizado en los últimos años, para alcanzar un crecimiento sustentable y más estable para el país. Para que una estrategia de esta naturaleza pueda ser exitosa, debe procurar compatibilizar el equilibrio interno (deuda pública sustentable, inflación bajo control) con un equilibrio externo (mante-

²⁷ Se asume que en caso de que las políticas de gasto tengan adecuado éxito en estimular el gasto agregado de la economía (público y privado), el crecimiento de la renta genera una recaudación tributaria suficiente para financiar una política fiscal contracíclica de inversiones públicas.

ner el déficit en cuenta corriente en niveles bajos y financiados predominantemente con capitales de largo plazo). Los pilares de la estrategia económica aquí esbozada fueron: adopción de controles selectivos de capitales, fijación de un sistema cambiario de *crawling peg* activo, una política industrial activa, la sustentabilidad de la deuda pública con un crecimiento económico mayor e intereses bajos y una política antiinflacionaria no monetaria.

Entendemos que los obstáculos de la política económica se dan en los términos del intercambio (*trade-offs*). En efecto: la estrategia adoptada por el actual gobierno –de mantener el sistema de metas inflacionarias (que impone la utilización de tasas de interés como instrumento básico de combatir la inflación) y de un régimen de tipo de cambio fluctuante con cuenta de capital abierta (en realidad un sistema de flotación “sucía”) en un contexto de elevada deuda interna y externa, no está exenta de costos y riesgos. En este contexto, se hace necesario iniciar un debate acerca de alternativas de política económica para Brasil. Este artículo es un intento de contribuir a ese debate.

BIBLIOGRAFÍA

- ARESTIS, P. y M. Sawyer (1998), “Keynesian economic policies for the new millennium”, *The Economic Journal*, núm. 108, enero, pp. 181-195.
- ARIYOSHI, A., K. Habemeier, B. Laurens, I. Tker-Robe, J. Canales-Kriljenko y A. Kirilenko (2000). *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*, Washington, IMF.
- BATISTA JR., PN. (2002), “Vulnerabilidade externa da economia brasileira”, *Estudos Avançados* 16 (45), pp. 173-185.
- BELAISCH, A. (2003), “Do Brazilian banks compete?”, *IMF Working Paper* 03/113, Washington, FMI, mayo.
- BRESSER PEREIRA, L.C. e Y. Nakano (2002a), “Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade”, *Revista de Economia Política* 22 (3), julio-septiembre, pp. 146-177.
- (2003), “Crescimento econômico com poupança externa”, *Revista de Economia Política* 23 (2), abril-junio, pp. 3-27.
- CAVALCANTE, A. (2003), *Coordenação das Políticas Fiscal e Monetária: Uma Abordagem Pós-Keynesiana*, disertación de maestría, Brasília, UNB-Departamento de Economia.

- CAMPOS, A.C. y P.F.F. Arentis (2002), "A importância das elasticidades-renda das importações e das exportações para o crescimento econômico: uma aplicação do Modelo de Thirlwall ao caso brasileiro", *Ensaios FEE* 23 (2), pp. 787-804.
- CARDOSO, E. e I. Goldfajn (1998), "Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls", *IMF Staff Papers* 45 (1), marzo, pp. 161-202.
- CARVALHO, F.C. (1999), "Políticas econômicas para economias monetárias", en G.T. Lima, J. Sicsú y L.F. Paula (orgs.). *Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, Ed. Campus.
- CARVALHO, F.C. y J. Sicsú (2002), *Controvérsias recentes sobre controle de capitais*, mimeo.
- , F.E.P. Souza, J. Sicsú, L.F. Paula y R. Studart (2000), *Economia Monetária e Financeira*, Rio de Janeiro, Editora Campus.
- EICHENGREEN, B., J. Tobin y C. Wyplosz (1995), "Two cases for sand in the wheels of international finance", *Economic Journal* 105 (428), enero, pp. 162-172.
- FANELLI, J.M. (2002), "Crecimiento, inestabilidad y crisis de la convertibilidad en Argentina", *Revista de la CEPAL* núm. 77, agosto, pp. 25-45.
- FERRARI-FILHO, F. y L.F. Paula (2003), "The legacy of the Real Plan and an alternative agenda for the Brazilian economy", *Investigación Económica*: LXII: 244, abril-junio, pp. 57-92.
- GOLDFAJN, I. (2002), "Há Razões para Duvidar que a Dívida Pública é Sustentável?", *Série Documentos*, Brasília, Banco Central do Brasil.
- HOLLAND, M. y O. Canuto (2001), *Macroeconomic Interdependence and Exchange Rates in Latin America*, Documento presentado en la Conferencia Internacional sobre International Financial Architecture, Rio de Janeiro, 25 a 26 de julio.
- IEDI (2003), *Gargalos da indústria*, mimeo., São Paulo, IEDI, febrero.
- KREGEL, J. (1994-1995), "The viability of economic policy and the priorities of economic policy", *Journal of Post Keynesian Economics* 17 (2), otoño, pp. 261-277.
- (1998), "Yes, 'It' did happen again: a Minsky crisis happened in Asia", *Working Paper* núm. 235, Jerome Levy Institute.
- JOHNSTON, R.B. y N.T. Tamirisa (1998). "Why do countries use capital controls?", *IMF Working Paper* WP/98/181, Washington, FMI, diciembre.
- MASSAD, C. (1998), "The liberalization of the capital account: Chile in the 1990s", *Essays in International Finance*, 207, Princeton, pp. 34-46.
- NEELY, C.J. (1999), "An introduction to capital controls", *Federal Reserve Bank of St. Louis*, 13-30, noviembre-diciembre.

- OREIRO, J.L. (2002), “Prêmio de risco endógeno, metas de inflação e câmbio flexível: implicações dinâmicas da hipótese Bresser-Nakano para uma pequena economia aberta”, *Revista de Economia Política* 22 (3), julio-septiembre, pp. 107-122.
- OREIRO, J.L. y L.F. Paula (2003), “Sustentabilidade da dívida pública: uma proposta de longo prazo”, *Jornal dos Economistas* núm. 165, abril, pp. 5-6.
- PAULA, L.F. (2003), “Controle de capitais: lições para o Brasil”, en D.W. Benecke, y R. Nascimento (orgs.), *Opções de Política Econômica para o Brasil*, Rio de Janeiro, Fundación Konrad Adenauer.
- SICSÚ, J. (2002), “Flutuação cambial e taxa de juros no Brasil”, *Revista de Economia Política* 22 (3), julio-septiembre, pp. 132-137.
- (2003), “Políticas não-monetária de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana”, *Análise Econômica* 21 (39), pp. 115-136.
- TOBIN, J. (2000), “Financial globalisation”, *World Development* 28 (6), pp. 1101-1104.
- TOLEDO, J.E. (2002), “Risco Brasil: o efeito-Lula e os efeitos-Banco Central”, *Revista de Economia Política* 22 (3), julio-septiembre, pp. 138-145.
- THIRWALL, A.P. (2002), *The Nature of Economic Growth*, Cheltenham, UK, Edgard Elgar.

ROGÉRIO STUDART*

*Estado, mercados y financiamiento del desarrollo: algunas consideraciones teóricas preliminares sobre el papel de los bancos de desarrollo***

INTRODUCCIÓN

LOS ECONOMISTAS que han retomado el análisis de los problemas del desarrollo también han renovado su interés por el papel del Estado en el financiamiento del desarrollo, desaparecido desde que Shaw (1973) y McKinnon (1973) plantearon la tesis de la liberalización financiera que parecía, por sí sola, una panacea en el desarrollo de los mecanismos privados de financiamiento de largo plazo.

En contraposición a la visión inherentemente liberal de los modelos de Shaw-McKinnon surge el planteamiento de los nuevos keynesianos, que explora los problemas distributivos de los mercados de crédito y de capitales, explicados con base en información asimétrica. Desde nuestra perspectiva, aunque este planteamiento presenta una sólida argumentación en favor de las políticas públicas del financiamiento del desarrollo, es ambiguo en términos analíticos y, políticamente, es una guía poco precisa de políticas gubernamentales.

Desde la perspectiva analítica, esta ambigüedad se origina al menos en dos aspectos: en la estilización del financiamiento de la inversión en economías capitalistas –las instituciones financieras (inclusive bancos) son vistas como simples intermediarios entre

* Economista del BID. Este trabajo fue realizado mientras el autor se encontraba en la CEPAL. Todos los planteamientos aquí vertidos no necesariamente son compartidos por el BID o la CEPAL. El autor quisiera agradecer los comentarios hechos por Antonio José Alves Jr. y Jacques Kertenetzki a una versión preliminar de este trabajo. La responsabilidad sobre posibles errores que permanezcan en el trabajo son completa responsabilidad del autor.

** Traducción de Rodolfo Iván González Molina y corrección de Noemí O. Levy Orlik, Facultad de Economía, UNAM.

ahorradores e inversionistas— otorgando un papel pasivo al volumen de los fondos de financiamiento de la inversión. En segundo lugar, existe ambigüedad en la definición de los problemas desconocidos (asimetría de información) y que afecta al proceso de intermediación financiera —definición que incluye la incertidumbre en el sentido Keynes–knightiano.¹

Desde la perspectiva política, esta ambigüedad (señalada por muchos autores conservadores) se refiere al propósito de la intervención del Estado y las consecuencias finales de tal intervención al interior del debate clásico entre las fallas del mercado *versus* las fallas del Estado. O sea, el papel del Estado queda indeterminado dado que su función se circunscribe a mejorar los mecanismos de distribución de la información y regulación o asumir la función de financiar directamente los sectores —y de su financiamiento requerido, adquiriendo importancia el problema de selección de los sectores privilegiados.

Este capítulo, a partir de una visión alternativa, presenta una crítica constructiva de estos modelos, resaltando la función de las instituciones y de la incertidumbre en el financiamiento del desarrollo. Desde nuestra perspectiva, el Estado tiene una función más precisa en el financiamiento del desarrollo, a partir de la cual, se establece una agenda que, teóricamente, podría guiar las políticas de financiamiento públicas y el desarrollo institucional del mercado financiero.

A partir de una visión más institucionalista del tema, evidentemente es imposible obviar la discusión del papel concreto de las instituciones, particularmente de los bancos de desarrollo, que aparecen como candidatos privilegiados en esta discusión. Debido a la complejidad de analizar en un mismo texto temas teóricos y “operacionales” sobre la aplicación de políticas financieras públicas (e incluso por problemas de espacio) se optó por presentar

¹ Como más adelante se verá, es especialmente grave este desprecio, al considerarse que una de las características más importantes de las economías en desarrollo es el continuo nacimiento de nuevos sectores, la introducción de nuevas tecnologías y la creación de nuevos mercados —situación que, por definición, implica incertidumbre—, puesto que no existen hechos del pasado que pueden ser utilizados como guía para el otorgamiento de créditos o la determinación de los precios de los activos de largo plazo de las empresas.

una discusión genérica sobre los focos potenciales de estas políticas. En ese sentido, este trabajo puede considerarse como un texto introductorio que debe ser seguido por un análisis más específico sobre la banca de desarrollo, que se desarrollará en otro espacio.

El capítulo se organiza en cinco apartados. El siguiente estudia críticamente la visión convencional sobre los problemas inherentes del financiamiento; a continuación presenta un análisis alternativo enraizado en los planteamientos keynesianos. En el apartado siguiente se indaga sobre la agenda de políticas originada con base en la visión alternativa presentada en el anterior y, en el último apartado, se resumen las principales argumentaciones del trabajo y se presentan las conclusiones.

LA VISIÓN CONVENCIONAL

TODA TEORÍA necesita una estilización del objeto de análisis bajo condiciones ideales de funcionamiento. Por ejemplo en un modelo de física se proyectan los resultados en base a “condiciones normales de temperatura y presión”. Considerando este “ambiente ideal” no sólo puede interpretarse el proceso en su estado más puro, sino, también, avalar los resultados que supuestamente difieran de aquellos previstos teóricamente.

Tal procedimiento en la teoría económica se aplica de la misma forma: se estiliza el funcionamiento de los mercados y, de sus agentes, en un ambiente considerado ideal. Esta interpretación, obviamente, es más compleja porque el análisis debe basarse en sistemas sociales (*i.e.*, instituciones humanas) y, además, el objetivo de análisis (la organización económica) es susceptible a diversas interpretaciones, porque responde a la filiación teórica-ideológica del analista y, también (el objetivo de estudio) sufre modificaciones a lo largo del tiempo.

Además de compleja, la estilización del objeto, como en otras áreas de la teoría económica, es fundamental para la teoría de intermediación financiera y del financiamiento del desarrollo. A partir de esta interpretación es posible analizar la eficiencia del funcionamiento de determinados mercados y agentes (*vis-a-vis*

nuestro modelo ideal) para detectar las impurezas (fallas) y los “ruidos” que, probablemente, afectarán el buen funcionamiento de los mercados. Ello permitirá postular políticas destinadas a superar las posibles fallas del proceso de intermediación.

Una de las interpretaciones más convencionales de la intermediación financiera y de la problemática del financiamiento del desarrollo es presentada en el modelo neoclásico del mercado de capitales, bajo el nombre de hipótesis de los mercados eficientes (Lewis, 1992).

Este modelo inicia señalando que un mercado estilizado está compuesto por dos agentes, y ambos son maximizadores: los ahorradores (oferentes de ahorro) –con preferencias intertemporales definidas– y los inversionistas (demandantes de “capital”) que también tienen funciones definidas de producción y, por tanto, curvas de productividad marginal de capital. Los “mercados de capitales” y las “instituciones financieras” se consideran como *locus* donde los agentes realizan la intermediación del ahorro.

En esta interpretación, bajo condiciones ideales, los ahorradores y los intermediarios financieros conocen todos los instrumentos y tienen toda la información necesaria para escoger sus portafolios y no se presenta “escasez de fondos financieros para la inversión”. Las inversiones sin financiamiento se deben a tasas de retorno menores a la exigida por los ahorradores, de acuerdo con sus preferencias intertemporales.

La hipótesis de mercados eficientes se define de la siguiente manera: “un mercado de capital es considerado eficiente si refleja correctamente toda la información necesaria para la determinación de precios de los títulos financieros” (Malkiel, 1994: 739; traducción libre). En la forma más dura esta hipótesis implica que, a pesar de la posible volatilidad (de corto plazo) de los precios de activos financieros, en el largo plazo estos precios varían de acuerdo a los fundamentos económicos de los agentes emisores (la tasa natural de interés wickselliana).² Por tanto, esta hipótesis sólo refuerza la idea de que el ahorro está distribuido eficiente-

²Para un análisis de la hipótesis de los mercados eficientes, véase Andersen (1983-1984).

mente, con base en las preferencias intertemporales de los ahorradores, y el máximo rendimiento (retorno) de las inversiones.

Por consiguiente, en la visión convencional el sistema financiero es interpretado como un *locus* donde los intermediarios son pasivos, incapaces de determinar el volumen y las cualidades de los fondos de financiamiento de la inversión. Su eficacia se relaciona con la capacidad de distribuir información entre los “verdaderos autores” del mercado financiero: inversionistas productivos y ahorradores. Vittas y Cho resumen esta visión de la siguiente forma:

En un *mundo ideal*, el sistema financiero es pasivo si existe información completa y totalmente disponible. Los inversionistas financian los proyectos con mayores rendimientos y, ni los gobiernos, ni las instituciones financieras, requieren mejorar la distribución del crédito. Empero, en el mundo real, la información es altamente imperfecta, su adquisición es costosa y la distribución es desigual, hay costos de monitoreo y verificación por falta de pagos o contratos forzados. Bajo estas condiciones el crédito no es distribuido en sus mejores usos (1997: 278; cursivas del autor).

Por consiguiente, desde la perspectiva convencional el análisis de los problemas de financiamiento del desarrollo está sujeto a dos problemas (“fallas” o “impurezas”) que justifican prácticas gubernamentales de intervención en el proceso de financiamiento del desarrollo.

- a) Los mercados son incompletos (subdesarrollados) y por tanto, no pueden realizar de manera eficiente la intermediación entre ahorradores e inversionistas.
- b) La existencia de fallas de inversión significativas implica que los mercados no son capaces de distribuir de forma eficiente el ahorro.

Se resalta que en las últimas tres décadas estos dos problemas han sido los principales focos de atención de la mayoría de los

análisis convencionales enfocados al financiamiento del desarrollo; los cuales, también, han sido la base de distintas formulaciones de política económica. Este tema se discute a continuación.

Imperfección de mercados y represión financiera

Gurley y Shaw (1995) admiten la posibilidad de capacidades limitadas de financiamiento para el crecimiento por la incapacidad de los mercados en empatar temporalmente los vencimientos de las unidades superávitarias (ahorradores) y deficitarias (inversio-nistas). El resultado de tal imperfección es una oferta de fondos estable pero menor al ahorro potencial y, por consiguiente, un nivel de acumulación bajo.

Desde nuestra perspectiva, este aspecto es una línea interesante de análisis sobre el problema del financiamiento del desarrollo, la cual, empero, fue vulgarizado como un subproducto de la línea convencional referida. Específicamente el modelo de liberalización financiera que se origina en los libros seminales de Shaw y McKinnon (1973) y Gurley y Shaw (1955) señala que el subdesarrollo financiero es una limitante fuerte al desarrollo. Lo que diferencia el análisis de la realidad (hechos) es que el modelo de liberalización financiera está asociado al subdesarrollo financiero (imperfección de los mercados) mientras que la “represión financiera” es continua en estas economías.³ O sea, el “subdesarrollo financiero” es resultado de una política equivocada de represión de tasas de interés y de créditos selectivos.

Shaw y McKinnon no justifican la intervención del Estado en el mercado de capital con base en fallas de intermediación generadas por la imperfección de los mercados: ¡es una explicación de la imperfección continua de los mercados! Por tanto, a partir de Shaw-McKinnon, la teoría del desarrollo económico se basa en los problemas planteados por Gurley y Shaw en los años cincuenta del siglo pasado –i.e. los problemas del subdesarrollo financiero y sus consecuencias negativas para el desarrollo y el papel del Estado en mitigar los efectos negativos son elementos secundarios, de

³Para un análisis crítico de estos modelos, véase Studart (1999a).

solución relativamente fácil: la liberalización financiera –véanse por ejemplo Gertler, 1988; y Gersovitz, 1988-1989.

Los modelos tipo Shaw-McKinnon sirven como justificación teórica de algunas tentativas frustradas de liberalización financiera. Debe señalarse que estas soluciones han sido desastrosas y generaron mayor inestabilidad financiera –seguidas, nada raro, por quiebres de bancos y empresas y, recesiones económicas– que no ampliaron la oferta de fondos prestables e inversión.⁴

Tal vez el mensaje más claro de estas experiencias es que la presencia de mercados incompletos en el financiamiento del desarrollo no se resuelve a través de la reducción del papel del Estado en los mercados de capitales, desregulación y/o liberalización de tasa de interés. De hecho, históricamente, las instituciones y mercados que conforman el sistema financiero, son frutos de largas décadas de ensayo y error de los agentes privados, independientemente de los estímulos de políticas de regulación. En el financiamiento del crecimiento (y las instituciones del mercado financiero) hay diversas experiencias y configuraciones institucionales bastante distintas que incluyen economías desarrolladas como en desarrollo.⁵ Más adelante se regresa a este tema, la cual, quizás es la parte más interesante de este capítulo.

Asimetrías de información y problemas de asignación

A partir de la flexibilización de la hipótesis fundamental de los modelos walrasianos sobre la perfecta distribución de información, autores como Stiglitz (especialmente) señalaron la presencia de problemas en la asignación de fondos financieros de largo plazo, tales como, racionamiento de crédito y de los propios fondos accionarios (racionamiento de *equity*) resultado de las fallas en la distribución de información.

⁴Stuart (1999a) ofrece una bibliografía amplia sobre los fracasos de liberalización financiera como medio de aumentar los fondos de financiamiento del para el desarrollo, siendo el trabajo de Díaz-Alejandro (1995) el más relevante.

⁵Howells y Bain (1997: capítulos 16-19) presentan una descripción de las diferencias fundamentales de las instituciones de los mercados financieros de Inglaterra, Estados Unidos, Alemania, Francia e Italia. En Zysman (1983) se encuentra un análisis más detallado sobre los impactos de estas instituciones sobre los mecanismos de funcionamiento de la inversión.

Al interior de esta visión “las asimetrías de información pueden introducir ineficiencias en los mercados financieros con efectos *cuantitativos* de significancia real” (Gertler, 1988: 560; cursivas del autor). O sea, los prestamistas (directos o intermediarios) tienen dificultades para decidir cuáles son los proyectos buenos (*i.e.*, los proyectos de inversión rentables, con bajo riesgo de insolvencia). La solución racional del prestamista es imponer tasas de interés menores a la tasa de interés de equilibrio del mercado de capital y racionar los créditos para evitar los efectos de selección adversa y riesgo moral. Stiglitz y Weiss (1981) resaltan que esta solución, además de generar problemas de distorsión en la asignación de recursos, también provoca una oferta de crédito menor a la potencial.⁶ El Estado frente a estas fallas debe asumir un papel “relevante”: proveer crédito a los sectores racionados y desplegar una política de señalización a los intermediarios y ahorradores sobre los sectores que tienen buenas perspectivas.⁷

Esta visión, como se señaló anteriormente, ha sido cuestionada en dos aspectos: 1. la intervención se basa en problemas en la distribución de la información, la cual puede volverse innecesaria con una reglamentación más cuidadosa, con reglas de revelación (*disclosure*) aceptadas internacionalmente y con desarrollos en la producción y distribución de información (por el surgimiento de empresas privadas de valuación *-rating*); 2. no hay garantías de que las fallas de mercado sean inferiores a las “fallas de gobierno”.⁸

⁶ Este análisis está en contraposición directa a la teoría de la represión financiera: “Esto es relevante porque la crítica original a la política de techos de la tasa de interés se basa en su efecto de racionamiento de crédito. Dicha política impide elevarse al precio del crédito al punto que la demanda de créditos se iguala a la oferta. En la actualidad se señala que el crédito estuvo racionado independientemente de las políticas de techos de tasas de interés” (Naciones Unidas, 1999: 138).

⁷ Para una aplicación de esta visión en la experiencia del sudeste asiático, véase Stiglitz y Uy (1996).

⁸ Este argumento se tomó del comentario de Jaramillo-Vallejo (1994: 53) al texto de Stiglitz (1994) en la reunión anual del Banco Mundial, que fue base de muchas de las corrientes críticas a los IFD: “En su trabajo Stiglitz pide que supongamos que los gobiernos alrededor del mundo –especialmente en países en desarrollo– son juiciosos, justos, y cuentan con suficiente eficiencia para desplegar una intervención perturbadora «perfecta» como la sugerida por él. Es como descubrir el mundo de la segunda opción (*second best*), empero, la experiencia de este siglo no ha mostrado esta situación en las diferentes formas de intervención gubernamental.” Este dilema es también presentado por Vittas y Cho: “Sin embargo, a fin de cuentas, las ventas dependen de la motivación y la eficiencia de los gobiernos considerados.

Nótese, contrario al análisis que originaron los modelos de Gurley y Shaw o aquellos basados en el subdesarrollo financiero (imperfección de los mercados) se ha minimizado la problemática del financiamiento del desarrollo de los modelos tipo Stiglitz (*e.g.*, 1994). Ello se debe a que el planteamiento de este autor es puramente microeconómico (asimetrías de información) y, es independiente de la estructura institucional (tamaño y/o organización de los mercados financieros) donde se realiza la intermediación financiera. Por otro lado, siendo más un problema de distribución de información, ello es igualmente aplicada a las economías de crecimiento lento o acelerado, con o sin cambios estructurales profundos. Desde nuestra perspectiva estos dos aspectos son lagunas importantes para la comprensión de problemas del financiamiento del desarrollo.

FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN Y ESTRUCTURAS DE MERCADO: MÁS ALLÁ DE LA VISIÓN CONVENCIONAL

KEYNES EN diversos pasajes de la teoría general y, en artículos posteriores, insistió que la inversión era la *causa de causans* de la determinación del ingreso y del ahorro –una causalidad inversa con respecto a la visión convencional– consecuencia lógica de los principios de demanda efectiva.⁹ Esta revisión, a su vez, indica la existencia de una jerarquía de agentes dentro de los mecanismos de financiamiento de la formación de capital en economías capitalistas:

- a) como en Wicksell, los bancos, y no los ahorradores, son los entes fundamentales en la determinación de la oferta agregada de los fondos de financiamiento de la inversión y, por tanto, de

Los gobiernos no siempre hacen «lo correcto». La intervención gubernamental en la distribución crediticia puede, y, de hecho, es resultado de la búsqueda de rentabilidad, al igual que los prestamistas, de la corrupción de los banqueros y de los administradores gubernamentales que generan un efecto de desplazamiento de proyectos loables” (1998; cursivas del autor).

⁹Para un análisis de los fundamentos de la teoría de Keynes desde una perspectiva post-keynesiana, véase Carvalho (1992: parte I).

“la transición de una escala de menor a mayor actividad económica” (Keynes, 1937: 668);

b) el ahorro es el resultado del proceso de inversión y no un prerequisite para invertir;

c) la asignación de los ahorros generados en el proceso del multiplicador del ingreso es fundamental para el proceso de administración de problemas generados por el crecimiento y descansa en la separación de los vencimientos de largo plazo y el crecimiento económico, y

d) no es la preferencia intertemporal de los consumidores, sino la preferencia por la liquidez de los bancos y de los tenedores de títulos, la determinante del volumen y los plazos del financiamiento de la inversión.

Las diferencias entre la visión de Keynes y el planteamiento convencional no son simplemente semánticas: el modelo keynesiano contiene una “estilización” propia, con dimensiones micro y macroeconómicas, e institucional respecto al financiamiento de la inversión. A partir de esta estilización se presenta una visión alternativa a la convencional sobre el papel del Estado, los mercados, y las instituciones de financiamiento del desarrollo. Este será nuestro siguiente tema de reflexión.

El problema de la separación de los vencimientos y el racionamiento del crédito en el contexto del crecimiento

Es significativo el hecho que las necesidades de financiamiento del crecimiento están asociados al financiamiento de largo plazo. Las inversiones productivas se concretan en activos con madurez de mediano y largo plazos. Los bancos comerciales y los inversionistas productivos al financiar estos activos están expuestos a riesgos inherentes por la asimetría de los vencimientos. En el caso de los bancos que realizan préstamos de largo plazo (y por regla captan recursos con plazos reducidos) están expuestos a riesgos de incumplimiento o *default* o riesgos de liquidez por las tasas; los prestatarios al financiarse con títulos de corto plazo están

expuestos a continuos refinanciamientos con tasas de interés de corto plazo sujetas a cambios (que, a su vez, amplía el riesgo a los bancos por impago).

Los banqueros, así como cualquier otro agente, tienen preferencia por la liquidez que se expresan de manera diferente a los riesgos de los inversionistas financieros. Podemos representar la preferencia por la liquidez de los bancos a través del siguiente razonamiento. Dado el stock de reservas de los bancos comerciales, la creación de depósitos representa una reducción –aunque temporal– de la relación de reservas de activos de alta liquidez a depósitos a la vista (que denominamos α), que es una *proxy* de aumentos de los plazos de vencimiento entre activos y pasivos bancarios. Una reducción de α amplía la vulnerabilidad financiera de los bancos.

Tal vulnerabilidad disminuye a medida que incrementa la profundidad de los mercados interbancarios y de los títulos. Por ejemplo, la inexistencia de un mercado interbancario profundo y/o un mercado para títulos anclados en empréstitos *securitizados* (*securitización* secundaria), reduce o nulifica la liquidez de los préstamos en la cartera de los bancos –las ventanas de redescuento de la banca central se vuelven importantes para prevenir problemas de liquidez en los bancos comerciales. Estas ventanas adquieren un carácter punitivo, sea porque esta tasa descuento es mayor que la tasa de mercado, o porque pierden confianza en la solidez del banco, o recurren al prestamista de última instancia.

Así, dada la estructura de los mercados financieros y el acceso de los bancos a fuentes de liquidez, la preferencia por la liquidez de los bancos se asocia directamente a la percepción de los riesgos adicionales (por *default*, por riesgo de liquidez y por intereses) a medida que se amplían los depósitos.

Se resalta que en periodos del crecimiento, debido a la ampliación de la inversión, los riesgos percibidos por *default* y por liquidez tienden a crecer simultáneamente: la cartera bancaria de prestatarios tiende a extenderse (lo que implica la incorporación de nuevos clientes y, ello, presenta un mayor riesgo),¹⁰ mientras

¹⁰Obviamente se puede suponer que los bancos amplían sus préstamos exclusivamente a los clientes existentes. Esta situación, evidentemente, es extrema.

disminuye la relación entre activos líquidos totales y préstamos (y dado que los préstamos son financiados a través de la ampliación de depósitos corto plazo, aumenta la diferencia entre vencimientos de los activos y los pasivos bancarios).

A medida que aumenta la percepción de los riesgos totales, los bancos adoptan una actitud más conservadora *para un estado determinado de expectativas*, tornándose más selectivos con relación al otorgamiento de créditos que implica aumentar las garantías de los préstamos y las brechas (*spreads*) de sus operaciones. Así, una demanda creciente de créditos, a diferencia de crecimiento económico, es generalmente superior al crecimiento de la demanda agregada, para un estado dado de expectativas de los bancos,¹¹ lo cual tiende a racionar los créditos a lo largo del proceso económico.

Por consiguiente, en el caso de economías en crecimiento, donde el financiamiento está basado en el crédito bancario, aparece el racionamiento de créditos bancarios que, además de la asimetría de la información,¹² se explica con base en otras tres razones:

- a) los niveles de apalancamiento bancarios alcanzan los límites máximos aceptados para los bancos (dados su estado de expectativas) a medida que acomodan la demanda creciente de crédito;
- b) porque la información necesaria para el análisis del crédito no está disponible para los bancos —como es el caso de nuevos clientes;
- c) porque los datos son inexistentes y/o no están disponibles para los bancos a fin que éstos tengan una guía de evaluación precisa sobre los riesgos de los clientes. En este caso, por ejemplo, son discriminadas las compañías innovadoras —o sea,

¹¹ Para una formalización de esta hipótesis, véanse a Studart y Sobreira (1997). Debe resaltarse que en general, como lo demuestra Minsky (1985), el estado de las expectativas de los bancos tiende a modificarse positivamente en los periodos de crecimiento, permitiendo la posibilidad de los *booms* crediticios.

¹² El racionamiento de créditos originado por los problemas de la distribución de la información (información asimétrica) afecta el proceso del financiamiento de cualquier tipo de actividad productiva —sea el financiamiento de la producción como el financiamiento a acumulación. Esto porque se trata de un problema microeconómico: los mercados son excelentes distribuidores de recursos, la relación de esa función depende de la disponibilidad de información relevante para la evaluación de los riesgos y, por tanto, del rendimiento esperado.

aquellas que introducen productos nuevos, si insertan en nuevos mercados (internos y externos) y/o introducen nuevas formas de producción— y las empresas pequeñas y medianas (cfr. Dosi, 1990).

En este contexto de crecimiento, el racionamiento de crédito más importante se debe a la necesidad de una elección más cuidadosa de los crecientes riesgos percibidos por el crédito y los préstamos. Este racionamiento tiende a favorecer a las empresas consolidadas con garantías reales con mayor valor de propiedades inmobiliarias. Esto, a su vez, puede provocar la exclusión de las compañías pequeñas, nuevas y/o con proyectos de inversión cuyos rendimientos sean excesivamente largos e inciertos.

*La funcionalidad de los mercados de capitales,
de los especuladores y los inversionistas
(individuales e institucionales)*

Se señaló que la inexistencia de títulos de largo plazo (colocados por las empresas en mercados especializados o vendidos por bancos universales) para el financiamiento de la inversión implica que los inversionistas o los intermediarios financieros están obligados a aumentar su vulnerabilidad financiera (definida por el intervalo entre el periodo medio de sus activos *vis-à-vis* el plazo medio de sus activos). A menor desarrollo de los mercados o de la demanda por activos de mayor plazo, mayor será la asimetría de los activos y será más difícil que los agentes privados asuman el financiamiento de la inversión.

El mercado de títulos de largo plazo provee a los agentes individuales la liquidez necesaria (a través de negociaciones en mercados secundarios), volviendo atractivos los títulos para la comunidad en su conjunto, que por definición son ilíquidos. Por tanto, tales mercados son los principales mecanismos, que los inversionistas productivos y/o los bancos universales pueden prolongar el plazo de sus pasivos, disminuyendo la asimetría de sus activos. Keynes denominó este proceso de alargamiento como *fondeo*.

Por tanto, la funcionalidad de los mercados de capitales en el desarrollo económico está asociada, en gran medida, al tamaño y al desarrollo de los mercados primarios –donde se emiten los activos y, por tanto, los capitalistas obtienen fondeo. Pero a su vez, el tamaño de los mercados primarios está asociado en gran medida al grado de la organización y el volumen de transacciones de los mercados secundarios –ya que éstos permiten al emisor la posibilidad de colocar títulos con costos menores, y al inversionista (financiero) otorga liquidez que atenúa el riesgo de pérdidas de capital. La existencia de la negociación diaria de volúmenes significativos es central para garantizar liquidez a los mercados secundarios, que también requieren de una activa participación de los inversionistas de corto plazo (especuladores).

La existencia de especuladores es esencial para el mercado porque representa para los inversionistas (individuales y, principalmente, institucionales) de largo plazo una protección, que evita la volatilidad extrema en los mercados. Un mercado donde domina la actividad de los especuladores de corto plazo tiende a inhibir el funcionamiento de los inversionistas institucionales –especialmente, los más opuestos a la aversión de riesgo del capital, como por ejemplo los fondos de pensiones y las aseguradoras.¹³

LA PROBLEMÁTICA DEL FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO¹⁴

COMO SE sugirió anteriormente, en el contexto del desarrollo, la existencia de mercados y/o de instituciones apropiadas y un sistema de regulación y supervisión de mercados permite, aunque no garantiza, el acceso de los inversionistas al financiamiento del largo plazo –primordial para un crecimiento financieramente sólido.

Más allá de la necesidad de un sistema adecuado de regulación y jurídico, los problemas del financiamiento del desarrollo pueden comprenderse tomando en consideración, al menos, dos aspectos:

¹³ Por consiguiente no es casual el hecho que el crecimiento del mercado de capitales norteamericano se dio a la par de una expansión simultánea de la apertura de capitales a las empresas en crecimiento de los inversionistas institucionales. Más adelante se retomará este punto.

¹⁴ Esta sección fue extremadamente enriquecida por la lectura de Acevedo (2000).

el subdesarrollo institucional (incluyendo mercados financieros, inversionistas institucionales¹⁵ e instituciones auxiliares de intermediación financiera) y problemas estrictamente de información (asimetría de la información y de la incertidumbre). En lo que sigue, analizaremos estos dos aspectos que servirán como base, en el apartado siguiente, para presentar una agenda política.

El peso de la institucionalidad y de la historia

El modelo de financiamiento a través de mercados de capitales exige una institucionalidad compleja que va más allá de un sistema jurídico legal y de regulación (que garantiza los derechos y mitiga las posibilidades de fraudes). Estos mercados están constituidos por agentes con diversos perfiles aunque en general son inversionistas institucionales, como fondos de pensiones, que tienen perfiles de largo plazo y especuladores que compran y venden tales títulos a plazos menores y, evidentemente, oferentes –las empresas y el gobierno.

El desarrollo de esta institucionalidad no es resultado de las fuerzas del mercado. Uno de los grandes problemas del desarrollo de los mercados de capitales se relaciona con los costos implícitos de mantenerlos: la escala inicial genera la enorme diferencia. A fin de que esta escala sea significativa, es básico el número y el tamaño de las compañías que emiten los recursos que serán captados, así como el número y la comunicación de los demandantes de títulos de largo plazo. Por ejemplo, el mercado norteamericano fue desarrollado básicamente en el anterior cambio de siglo, con base en los gigantescos proyectos ferroviarios construidos en el contexto de la unificación interna de la gran extensión de Norteamérica. Más allá del hecho que las empresas emisoras iniciales tuvieron un gran tamaño, la economía norteamericana del siglo XIX tenía una distribución de la renta superior a la mayoría de las economías en desarrollo contemporáneas. A esto se agrega un crecimiento relativamente acelerado de la economía, el cual, estaba

¹⁵Para una discusión sobre el papel de los inversionistas institucionales en la disposición de fondos de largo plazo, véase Studart (1999b).

sustentado por un crecimiento significativo apoyado en la demanda de los activos emitidos por el mercado de capital. Un último aspecto que se relaciona al crecimiento de los inversionistas institucionales es que tendieron a concentrar sus ahorros y colocarlos con plazos compatibles a sus pasivos contingentes, o sea, a plazos largos.¹⁶

La escala de los activos de largo plazo, tanto por el lado de la oferta, como por el lado de la demanda, se vuelve esencial. Históricamente son una excepción los países que se desarrollaron con base en el mercado de capitales; la mayoría de las economías desarrolladas (con la excepción de Estados Unidos e Inglaterra)¹⁷ y en desarrollo han tenido distintos mecanismos de financiamiento. Un ejemplo interesante, citado extensamente en el proceso de financiamiento, es el “modelo alemán”.

Este modelo se caracteriza por su alta concentración en dos sentidos: primero, es reducida la variedad de las instituciones financieras, siendo predominante la figura de los bancos universales, teniendo una importancia pequeña las instituciones especializadas (bancarias o no bancarias); segundo, las instituciones son particularmente grandes. Otra característica estructural del sistema de crédito privado es la atonía del mercado de capitales como fuente del financiamiento de las empresas que también afecta a las de gran tamaño que, teóricamente, tienen fácil acceso a los recursos directos. La concentración del ahorro financiero en las instituciones bancarias convierte a estas instituciones como compradoras potenciales de títulos y de acciones. Esto tiende a depri-

¹⁶ Aunque este no es el espacio para una discusión más profunda del papel del desarrollo del ferrocarril en el crecimiento de los mercados de capitales norteamericanos, remito al lector a Schumpeter (1939), especialmente en su capítulo VII. Véase también a Pollard (1964) para una discusión del caso inglés.

¹⁷ De considerarse el modelo norteamericano (previamente al proceso de la desregulación de los años noventa), los bancos comerciales son típicamente los agentes centrales del financiamiento al inicio de los proyectos de inversión. Los bancos de inversión desempeñan un papel auxiliar en el proceso de financiamiento —proveen las letras de garantías para los préstamos a las compañías que invierten, llevando la suscripción de la colocación de estos títulos, cuando las condiciones en los mercados organizados de los títulos es favorable y manteniendo títulos en la cartera (acción y las obligaciones) de las compañías financiadas. Nótese que, desde este punto de vista macroeconómico, el ahorro adicional generado por el proceso multiplicador expande la liquidez de los mercados organizados que proporcionan las condiciones del mercado para la colocación de estos títulos.

mir la demanda de dichos títulos, que se convierten directamente en negocio bancario por excelencia –una concesión de préstamos. Así, en este modelo predomina el financiamiento indirecto, intermediado por los bancos que captan ahorros vía la forma de depósitos y los reparten bajo la forma de préstamos.

El papel de la regulación fue altamente importante en la formación de este sistema financiero, aunque, con un sentido opuesto a las experiencias norteamericana e inglesa. En el caso alemán, por razones culturales e históricas, la regulación de la actividad financiera fue dirigida siempre con el objetivo de proporcionar condiciones del financiamiento para un rápido crecimiento económico (*v.gr.*, la reconstrucción en los periodos de las posguerras, véase Zysman, 1983: 251-265). Bajo estas condiciones ningún sector fue vetado de financiamiento por parte de instituciones bancarias. Al contrario, fue explícitamente permitido por las autoridades locales el financiamiento de los bancos al sector no financiero mediante la participación de los bancos en el control accionario de la empresa. En gran parte, esta regulación explica la tendencia del sistema financiero alemán a la concentración (en los dos sentidos mencionados anteriormente) y a la conglomeración. Es decir a la formación de las grandes corporaciones, lideradas por bancos universales que funcionaron en diversos sectores de la economía.

La mención de estructuras financieras específicas sirve para consolidar la idea de que no hay arreglos particulares ni alternativos que sean más eficientes que otros en el financiamiento de la acumulación. Zysman (1983) muestra, por ejemplo, que sistemas tan distintos como el norteamericano –basados en mercados de capitales– y el alemán –con base en mercados crediticios– fueron igualmente funcionales en el crecimiento de estas economías en la posguerra.

Podemos concluir señalando que, independientemente de la institucionalidad del proceso de financiamiento, es esencial la presencia de mecanismos del fondeo para mantener las condiciones de endeudamiento de las empresas –para reducir la vulnerabilidad financiera de los posibles cambios de las tasas de interés de corto plazo. En caso contrario, el crecimiento puede ser limitado por la

falta de mecanismos apropiados de financiamiento y el desarrollo significativo de la fragilidad financiera, tanto de los inversionistas productivos como de los bancos que financian la inversión.

Subdesarrollo institucional:
mercados, bancos universales
e inversionistas institucionales

La existencia de mecanismos de financiamiento exige simplemente la existencia de instituciones bancarias con capacidad de emitir medios de pago. Sin embargo, anteriormente, se señaló que el financiamiento del crecimiento con base en el crédito bancario tiende a generar fragilidad financiera y racionamiento del crédito, situaciones que representan riesgos a la continuidad del crecimiento. En el primer caso porque el proceso de la inestabilidad financiera tiende a generar consecuencias depresivas en la economía (Minsky, 1982); mientras en el segundo caso, el crecimiento puede ser contenido por falta de mecanismos del financiamiento de la inversión. Una economía sin sistemas adecuados de fondeo es una economía con poca respiración financiera para el crecimiento económico.

Por consiguiente, el tema más complejo del financiamiento del crecimiento se refiere al fondeo, cuyo desarrollo institucional va más allá de un aparato de regulación y de supervisión eficiente.¹⁸ Este planteamiento lo basamos en cuatro consideraciones. En el caso de los sistemas basados en el mercado de capitales estos elementos están altamente interrelacionadas:

- a) al tamaño y la profundidad de los mercados de títulos corporativos de largo plazo;
- b) el tamaño y perfil de las inversiones de los inversionistas institucionales.

¹⁸ En el debate contemporáneo se otorga un peso excesivo a la regulación y la supervisión de los mercados financieros como forma de apalancar el desarrollo de mecanismos del financiamiento del desarrollo. Evidentemente, es necesaria la existencia de una regulación precisa y una supervisión atenta. Empero, por las razones antes descritas, estas condiciones no resuelven por sí mismas los problemas del financiamiento del desarrollo.

En el caso de los sistemas de bancos universales estos elementos se refieren a:

- c) el perfil de las inversiones de los inversionistas financieros (las familias y los inversionistas institucionales) en los activos de los bancos, y
- d) el perfil y papel potencial de los bancos en el financiamiento de largo plazo.

La existencia de los inversionistas institucionales no sólo facilita el desarrollo de mercados de capitales robustos, también estimula su profundidad y eficiencia. Vittas (1998: 6) afirma:

La experiencia de los países angloamericanos sugiere grandes beneficios potenciales al proceso de interacción entre inversionistas institucionales y mercados de títulos. Los inversionistas institucionales pueden actuar como fuerza contrarrestante a la posición dominante de los bancos comerciales y promover la competencia y la eficiencia en el sistema financiero. Pueden estimular las innovaciones financieras, modernizar el mercado de capitales y el manejo de la información y reforzar el desarrollo corporativo.

Sin embargo, el creciente tamaño e importancia de los inversionistas institucionales en el sistema financiero no debe ser considerado una panacea en el desarrollo de los mecanismos privados de financiamiento de largo plazo. Primero, debe haber claridad en que la extensión de los inversionistas institucionales (por ejemplo, fondo de pensiones) no induce por sí mismo a un crecimiento de mayores ofertas de préstamos para el financiamiento de la inversión. Este crecimiento está atado al ingreso y a la capacidad de ahorro de las familias y las empresas.

Empero, el crecimiento y el desarrollo de los inversionistas institucionales facilitan la unión entre los usos financieros y los plazos normalmente requeridos en el proceso de la inversión productiva. Ello se debe a que estas instituciones —*v.gr.*, los fondos de pen-

siones, fondos mutuales y aseguradoras— poseen obligaciones eventuales de largo plazo que permiten hacer aplicaciones de largo plazo, por ejemplo, en acciones y bonos.

Así, la existencia de mercados organizados de títulos de largo plazo (*v.gr.*, mercados de capitales) y de inversionistas institucionales con perfil de inversiones de largo plazo, puede atenuar el problema de la asimetría temporal entre los activos y pasivos. Por un lado, los empresarios después de la realización de la inversión, pueden acceder a la colocación de títulos con vencimientos más compatibles con los plazos de vencimiento de sus deudas y, así poder enfrentar los compromisos de los créditos de corto plazo de los bancos comerciales.

Empero, por diversas razones en las economías donde los mercados de capitales son pequeños, el financiamiento de la inversión se realizó a través de instituciones bancarias universales, capaces de captar recursos de largo plazo (ejemplo de los bancos universales alemanes) o, los bancos de desarrollo, que se fondean con recursos fiscales o parafiscales (caso de la mayoría de las economías en desarrollo). Estas son formas alternativas para prevenir los problemas de la asimetría de vencimientos entre activos y pasivos que pueden impedir la expansión del financiamiento de largo plazo necesaria para el crecimiento económico.

Los requisitos para el desarrollo de un mercado de títulos bancarios de largo plazo se enfrentan con problemas similares al desarrollo de un mercado de títulos corporativos. Por ejemplo, en Alemania se observó en la posguerra un gran crecimiento de la demanda de los activos bancarios de largo plazo resultado de:

- a) la concentración de inversiones en el proceso de la reconstrucción y reequipamiento industrial;
- b) el peculiar funcionamiento de los bancos universales en el financiamiento directo al proceso de acumulación;
- c) el crecimiento asociado a una distribución del ingreso altamente equitativa;
- d) la preferencia de los ahorradores alemanes por los activos emitidos por los bancos universales se explica con base en tamaño inicial reducido de los mercados de capitales.

Debido al crecimiento de la demanda de títulos bancarios, caracterizados como instrumentos de ahorro seguros de largo plazo, los bancos universales tuvieron la posibilidad de captar recursos con plazos de vencimientos diversos, desplazando los depósitos a la vista hacia depósitos de mayor plazo. Bajo estas condiciones el proceso de administración de la asimetría de los vencimientos se realiza al interior de la propia estructura patrimonial de las instituciones.

El desarrollo de instituciones apropiadas para el financiamiento y fondeo, aparece como requisito esencial de un crecimiento económico financieramente sólido. Empero, el mercado financiero también puede desarrollarse con base en la estructura de bancos universales alemanes que también se enfrenta a fallas de información e imperfecciones en la intermediación financiera, descritas como fondeo. Después de analizar estos aspectos de información podemos retomar nuestro análisis de financiamiento del desarrollo.

Imperfecciones e incertidumbres de la información

Anteriormente se había señalado que el desarrollo distingue por una asociación entre crecimiento y cambio estructural. Por consiguiente, implica la introducción de nuevas tecnologías u organización de la producción para las compañías innovadoras, o inserciones en sectores donde los costos de aprendizaje y economías de escala pueden representar barreras la entrada (Dosi, 1990). En estas situaciones el grado de incertidumbre sobre el futuro es elevado y, por tanto del riesgo de la inversión que, empero, se reducen a medida que maduran las industrias nacientes.¹⁹

La consecuencia lógica del argumento arriba expuesto es que los problemas de la información se amplían sustancialmente en una economía con crecimiento y cambios estructurales. De ser válida nuestra hipótesis, el problema del financiamiento en economías de desarrollo no se constriñe a la imperfección en la distribución de la información de los diversos proyectos existentes

¹⁹ Para un análisis moderno del concepto de industria naciente y su utilización como justificación de políticas industriales del desarrollo, véase Moreira (1995), capítulos 1 a 4.

cuya rentabilidad es conocida, sino a la incertidumbre sobre el éxito de introducir un nuevo patrón productivo y/o la búsqueda de nuevos mercados cuyas consecuencias serán sentidas por los diversos sectores emprendedores y la macroeconomía.

En el cuadro 1 se detallan los diversos tipos de incertidumbre, distinguiéndose dos: la primera (tipo I) es reductible al riesgo y el segundo (tipo II) es independiente a éste. Por ejemplo, las empresas y los sectores establecidos que cuentan con una descripción histórica de funcionamiento general, registrados en sus balances periódicos, con inversiones marginales y garantías relativamente altas, constituyen el riesgo tipo I. Las empresas nuevas no poseen una descripción histórica de funcionamiento y sus garantías generalmente son pocos significativas frente a los riesgos tomados. Éstas constituyen la incertidumbre tipo II.

Independientemente de la existencia o no de una estructura privada de financiamiento y fondeo los problemas de información del tipo II imposibilitan el análisis del riesgo y, por tanto, la intermediación privada de recursos para dichas empresas. Este resultado no puede considerarse una imperfección de mercado, debido a que la propia hipótesis de mercados eficientes descansa sobre la imagen que esas instituciones y mercados financieros privados son eficientes en la recolección, procesamiento y distribución de la información. Obviamente estos mercados e instituciones, al igual que en un ambiente de competencia perfecta, no se presentan como proveedores de financiamiento porque la incertidumbre no es reductible al riesgo.

Asumiendo la anterior definición del desarrollo económico (un proceso de crecimiento asociado a cambios estructurales) y de ser correctas las conclusiones (algunos tipos de incertidumbre en el proceso del financiamiento no son reductibles al riesgo), el papel del Estado en el financiamiento del desarrollo se vuelve una dimensión fundamental que no es captada por la visión convencional. No es coincidencia que en los países en desarrollo, las instituciones públicas de fomento aparecen como instrumentos para desplegar estrategias del desarrollo y, secundariamente, como respuestas a las imperfecciones de la información de los mercados.

Por tanto, su función no se limita a ser simples intermediarios entre ahorradores, otros intermediarios e inversionistas. Estas instituciones posibilitan, a través de la oferta de fondos, la creación de mercados y, posteriormente generan la información requerida para que dichos activos financieros se incrementen y negocien en mercados privados de fondos disponibles para ser tomado en préstamo.

CUADRO I
PROBLEMAS DE INFORMACIÓN
EN CRECIMIENTO CON CAMBIO ESTRUCTURAL

	<i>Tipo I</i> <i>Empresas y sectores</i>	<i>Tipo II</i> <i>Nuevas empresas o sectores</i>
Tipo de demanda de financiamiento	Se establece con inversiones marginales y garantías reales relativamente altas	Entrada nuevas a sectores con barreras altas, generadas por costos de aprendizaje y economías de escala; o entradas a nuevos mercados; y garantías reales relativamente bajas
Problemas de información	Problemas de distribución de información (asimetría de la información, etcétera)	La información del pasado no es una guía adecuada para las proyecciones sobre el funcionamiento futuro de las compañías inversoras
Imperfecciones posibles en la intermediación	Problemas de monitoreo de la elección de préstamos; mercados incompletos o inexistentes; competencia imperfecta; racionamiento del crédito generado por el crecimiento acelerado; y vulnerabilidad financiera de los bancos comerciales	Incapacidad de evaluar el riesgo, generando la inexistencia de fuentes privadas de financiamiento

Fuente: Elaboración propia.

Con base en la caracterización de las particularidades en la problemática del financiamiento del desarrollo es posible iniciar la discusión genérica de políticas públicas.

UNA DISCUSIÓN PRELIMINAR SOBRE POLÍTICA Y EL PAPEL DE LOS BANCOS DE DESARROLLO

¿QUÉ UNE a los modelos convencionales con respecto al papel del Estado en el financiamiento del desarrollo? Desde nuestra perspectiva, el Estado es un agente externo al financiamiento del proceso de acumulación capitalista; para otros, la intervención estatal distorsiona los precios relativos, reduciendo la eficiencia en la utilización de los recursos; y, en otros modelos, el Estado es considerado como un recurso de última instancia frente a las imperfecciones incorregibles del mercado.

En este trabajo se sostiene que el Estado debe asumir un papel significativo en la promoción de fuentes sólidas de financiamiento en el desarrollo a medida que:

- a) las políticas de construcción institucional pueden (y deben) atenuar los problemas de mercados incompletos, facilitando la formación de mecanismos de financiamiento y fondeo (con recursos privados). Estas políticas incluyen desde el desarrollo de la reglamentación y mecanismos de supervisión adecuados, hasta el incentivo en la creación y desarrollo del mercado de títulos de largo plazo.²⁰ En la medida que los inversionistas institucionales sean agentes básicos para la consolidación de dichos mercados, tales políticas, también deben estar dirigidas a crear incentivos (regulación y otros) de expansión de los títulos de largo plazo que demandan los inversionistas institucionales.

²⁰Un ejemplo de este planteamiento se encuentra en el desarrollo de los mercados de activos grabados con hipotecas que constituyen la base del actual sistema del financiamiento inmobiliario norteamericano. Feeney (1995, cap. 5) señala. "El mercado *securitizado* ha sido gradualmente influido por un número de gobiernos e instituciones cuasi-gubernamentales que han posibilitado la creación de un mercado secundario altamente líquido para las hipotecas... El mercado moderno hipotecario norteamericano y el mercado *securitizado* por sí mismo, son inicialmente el resultado de la Acta de la Vivienda Nacional" (1934). Esta acta creó una Administración Federal de la Vivienda (FHA, por sus siglas en inglés: Federal Housing Administration), como un mecanismo para atraer capital privado en el mercado de la vivienda. En este capítulo, Feeney presenta un análisis interesante sobre el papel de las instituciones públicas en el desarrollo de este mercado que actualmente es el mayor mercado doméstico de títulos privados del mundo.

b) La política del financiamiento directo puede contribuir a la creación de una guía para el desarrollo, o sea, lo que Stiglitz y Uy (1996) denominaron como la *creación de nueva información*, lo cual, posibilitaría que los agentes se organicen y planeen su futuro a partir de su comportamiento maximizador —una función que Aoki, Murdock y Okuno-Fukiwara (1996) denominaron mercado-mejorado (*market-enhancement*).

Estas dos líneas políticas se complementan. Un Estado desarrollista debe dirigir esencialmente su política hacia a la puesta en práctica de proyecto de desarrollos y la consolidación de sectores al interior de este proyecto.²¹ Las políticas públicas de financiamiento al desarrollo (y, su instrumento, los bancos de desarrollo) son instrumentos de implementación de estrategias de desarrollo que dirigen los fondos de largo plazo a sectores estratégicos, creando oportunidades de inversión no solamente al interior de los sectores elegidos sino, también, en aquellos sectores ligados a éstos, a través, de lo que se denomina encadenamientos hacia delante y atrás (*forward y backward linkages*).

En consecuencia, su papel no puede reducirse a simples intermediarios entre ahorradores, otros intermediarios financieros e inversionistas. Los bancos de desarrollo *posibilitan la creación de mercados y crean información* que, una vez estandarizada, con rentabilidad y cualidades conocidas, es posible negociar en los mercados de créditos como títulos privados.²² O sea, una vez impulsados estos sectores y garantizada su rentabilidad, la atracción de sus títulos hacia el mercado privado de capitales abre posibilidades de fondeo, independientemente de los fondos públicos —que deben ser tratado como bienes escasos.

²¹ Esta conclusión en relación con el éxito del modelo del sudeste asiático parece ser aceptada por autores tan distintos como Amsden y Euh (1990); Banco Mundial (1994); y Stiglitz y Uy (1996).

²² El caso coreano es ejemplar en el análisis del papel de la banca de desarrollo, no porque el Estado tenga un papel fundamental en el financiamiento, sino por las características del desarrollo económico acelerado (meteórico) de dicha economía —contrarrestando de manera significativa las incertidumbres y los riesgos asociados al financiamiento de largo plazo. Para un análisis sucinto y preciso sobre la estrategia del desarrollo reciente de la República de Corea (y otras economías de rápido crecimiento de Asia) véase UNCTAD (1996, parte 2, caps. 1 y 2).

A su vez, las reglas de intervención estatal en el proceso del financiamiento del desarrollo deben jerarquizarse de acuerdo con los grados de desarrollo (complitud) de los mercados y de la información (incertidumbre) de los sectores susceptibles a ser financiados. Como un simple ejercicio postularemos una posible jerarquía política, que se presenta en el cuadro 2.

CUADRO 2
UNA JERARQUÍA DE POLÍTICA PÚBLICA DIRIGIDA
AL FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

	<i>Información completa</i>	<i>Asimetría en la información</i>	<i>Inexistencia de información</i>
	Intervención requerida		
Mercados completos	Intervención innecesaria	Política de destinada a mejorar la distribución de la información (MI)	MI + política de mejorar el mercado. (<i>market enhancement</i> (ME))
Mercados incompletos	Políticas de desarrollo institucional, de mercados, con incentivos a los inversionistas institucionales que inviertan en activos privados de largo plazo (DM)	DM + MI	DM + ME
Mercados inexistentes	DM	DM + MI políticas de crédito selectivo (CS)	CS

Fuente: Elaboración propia.

El cuadro anterior tiene como objetivo jerarquizar las decisiones de intervención estatal y el tipo de políticas necesarias, considerando los problemas de falta de información por carecer de mercados completos. Así, por ejemplo, no se requiere intervención estatal, en casos en que los sectores y las empresas tengan acceso a los mercados financieros y exista plena disponibilidad de información. Éste sería el caso típico de las grandes empresas listadas en los mercados de títulos organizados que, para acceder a este mercado, publican periódicamente sus balances auditados.

Se amplía la necesidad de intervención gubernamental cuando se considera la asimetría de la información o inexistencia de la información. Por ejemplo, en el caso de las empresas establecidas con posibilidad de publicar sus balances y/o con perspectivas futuras de fácil evaluación por el mercado, el problema de la asimetría de la información requiere de una política de incentivos y de una amplia difusión de información, reduciendo el papel de política selectiva de crédito. Por un lado, la base de datos sobre los riesgos crediticios (disponibles para las instituciones financieras privadas) pueden ser, por ejemplo, una forma de reducir los problemas de la asimetría de la información. Por otra parte, en este caso, las instituciones públicas de financiamiento podrían condicionar el aprovechamiento de las líneas de créditos a la captación de recursos por parte de estas empresas en el mercado de acciones y/o los títulos de largo plazo, cuyo efecto es ampliar de manera el efecto de transparencia de la empresa hacia el mercado financiero. Este tipo de acciones se distinguen por ser *políticas de mejoramiento en la distribución de la información* (M1).

En caso que el mercado no disponga de información para analizar el riesgo (incertidumbre) hay dos posibilidades. Primero, pese a que las empresas están establecidas, por su tamaño reducido no poseen registros contables precisos y, por tanto, sus garantías reales son bajas. Se puede ampliar el acceso al financiamiento privado a través de incentivos de la práctica convencional de contabilidad empresarial (una política del M1), además deben crearse fondos que actúen como avales, manejados por los bancos de desarrollo. Segundo, empresas cuya información no pueden ser utilizadas como una guía adecuada para la evaluación de su funcionamiento futuro—datos o el perfil de su inversión— y sus garantías reales son relativamente bajas. Aquí si incluyen empresas con tecnología de punta, o aquellas que están entrando en los mercados aún no desarrollados internamente (por ejemplo, un producto nuevo sin sustitutos en el mercado). En este caso, por más desarrollo de los mercados financieros, no tienen la capacidad de evaluar los riesgos y, por tanto, no pueden intermediar los recursos (sea a través de préstamos y/o colocación de títulos y acciones) para estas

inversiones. Bajo estas circunstancias se requiere de financiamiento directo, por lo menos, hasta que la empresa se haya establecido o exista la información necesaria para el análisis del riesgo. También podrían implementarse medidas destinadas a la captación de recursos privados, como por ejemplo, la creación de fondos de aval y sistemas de compartimiento de riesgos (*risk sharing*). A este tipo de acciones se les denomina políticas de mejoramiento de mercado (ME).

A menor grado de organización de los mercados con información completa, mayor la necesidad de intervención estatal, en el financiamiento del desarrollo. Por ejemplo, teóricamente, las empresas micro, pequeñas, y medianas deberían tener prioridad significativa en una política consistente de crédito selectivo –como indica también el cuadro 2.

CONCLUSIÓN

LA PERSPECTIVA keynesiana considera que existen dos problemas en el financiamiento del desarrollo:

- a) La ausencia de instituciones apropiadas de financiamiento y fondeo (los bancos universales del tipo alemán y/o mercados de activos de largo plazo) genera racionamiento de créditos a medida que aumenta el riesgo del préstamo y la exposición de los agentes privados en el crecimiento de los costos previstos, y/o un crecimiento peligroso en la vulnerabilidad financiera de los agentes implicados en el proceso del financiamiento de largo plazo (de los bancos y los inversionistas productivos). El subdesarrollo institucional puede, por tanto, conducir a un crecimiento de baja solidez *financiera* y desarrollar una crisis financiera.
- b) Los problemas de información en el financiamiento del desarrollo desbordan los problemas convencionales de la mala distribución (asimetría) de la información: sectores “emergentes” e innovadores, así como pequeñas y medianas empresas tienen, en general, dificultades de acceso al crédito porque la

información pasada es una guía poco digna de confianza para el análisis del riesgo, sus garantías reales son pequeñas o inexistentes y poseen una relación clientelar reducida (o nada desarrollada) con instituciones financieras privadas.

Las políticas públicas de financiamiento pueden consolidar los sectores productivos a fin de convertirlos en emisores futuros de activos que desemboquen en mercados privados atractivos. O sea, a medida que se consolidan tales sectores, los problemas de la intermediación financiera tienden a reducirse, en muchos casos, ampliando la posibilidad de intermediación privada de recursos para el financiamiento de la acumulación.

Esta posibilidad puede ser ampliamente explorada sólo si existen instituciones apropiadas de fondeo —que a su vez exigen una política dirigida a la creación de un sistema de regulación adecuado para el desarrollo de los mercados privados de títulos (bancarios y corporativos) del largo plazo, inclusive con una mayor participación de inversionistas institucionales en la adquisición de activos privados de largo plazo. En esta dirección debe orientarse la política de construcción institucional a fin de crear mecanismos financieramente sólidos para el financiamiento del desarrollo.

Finalmente, cabe recordar que al principio de este siglo se presentan oportunidades y desafíos significativos para las políticas dirigidas al desarrollo de mecanismos sólidos para el financiamiento del desarrollo. Por otra parte, los mercados financieros (especialmente los internacionales) cambiaron significativamente en los años ochenta y noventa, con las nuevas formas de captación (con procesos de *securitización*) y de segmentación de riesgos (por ejemplo, los derivados). A su vez, los progresos recientes de los mercados financieros abren la posibilidad de políticas (de más largo plazo) de desarrollo institucional, dirigido a fortalecer el papel los inversionistas institucionales y los mercados de títulos de largo plazo en el financiamiento de empresas pequeñas con amplias posibilidades de acceso a estos mercados.

Sin embargo, estos desafíos no han sido reducidos. En el contexto de modificar las posibles vías de desarrollo y, en la medida

que el acceso al financiamiento externo se tornó cada vez más escaso y volátil, los volúmenes y los plazos adecuados de los fondos domésticos de financiamiento para el desarrollo, se convierten en una condicionante fundamental al desarrollo financieramente sustentado. La pregunta, como afirmó Stiglitz (1994) no se refiere a la intervención estatal, sino, ¿cuál es la forma más eficiente de intervención?

BIBLIOGRAFÍA

- ACEVEDO, R. (2000), *Banca de desarrollo: paradigmas en el nuevo milenio*, Lima, Perú, ALIDE.
- AKERLOF, G. (1970) "The market for «lemons»: qualitative uncertainty and the market mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), pp. 488-500.
- ANDERSEN, T.B. (1983-1984), "Some implications of the efficient capital markets hypothesis", *Journal of Post Keynesian Economics*, 6 (2), pp. 281-294.
- AOKI, M., K. Murdock y M. Okuno-Fujiwara (1996), "Beyond *The East Asian Miracle*: Introducing the Market Enhancing View", Center for Economic Policy Research, Stanford University, mimeo.
- CARVALHO, F.J.C. (1992), *Mr. Keynes and the Post Keynesians: Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy*, Aldershot, Edward Elgar.
- DÍAZ-ALEJANDRO, C. (1985), "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Studies*, 51 (3), pp. 393-414.
- DOSI, G. (1990), "Finance, Innovation and Industrial Change", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 13, pp. 299-319.
- FEENEY, P.W. (1995), *Securitization: Redefining the Bank*, The Money and Banking Series (Gen. Ed. Hohn R. Presley), Nueva York, St. Martin's Press.
- GURLEY, J. y E. SHAW (1955), "Financial aspects of economic development", *AER* 45, septiembre, pp. 515-38.
- GERSOVITZ, M. (1988-89), "Saving and development", en Chenery, H.B. y T.N. Srivasan (eds.), *Handbook of Development Economics*, North-Holland, Amsterdam.
- GERTLER, M. (1988), "Financial structure and aggregate economic activity: an overview", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 20 (3), pp. 559-587.

- HOWELLS, P. y K. Bain (1997), *The Economics of Money, Banking and Finance*, Edinburgh Gate, Harlow, Addison Wesley Longman Limited.
- JAMARILLO-VALLEJO, J. (1994), "Comment on «The role of the State in financial markets»", *Proceeding of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993*, Washington, D.C., The World Bank, pp. 53-58.
- KEYNES, J.M. *Collected Writings* (CWJMK), D.E. Moggridge (ed.), Londres, Macmillan for the Royal Economic Society, various dates from 1971.
- _____ (1937), "The *ex ante* theory of the rate of interest", *The Economic Journal*, vol. xiv, diciembre de 1937, reprinted in CWJMK, pp. 215-223.
- LEWIS, M.K. (1992), "Modern banking in theory and practice", *Revue Economique* 10 (2), pp. 203-225.
- MALKIEL, B.G. (1994), "Efficient market hypothesis", en P. Newman, M. Milgate y J. Eatwell (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, USA y Canadá, MacMillan, pp. 739-742.
- MCKINNON, R.I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C., Brookings Institution.
- MINSKY, H.P. (1982), "The financial-instability hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy", en C.P. Kindleberger y J.P. Laffargue (eds.), *Financial Crises*, Cambridge, Cambridge University Press,
- MOREIRA, M.M. (1995), *Industrialization, trade and market failures*, Londres, St. Martin's Press,
- POLLARD, S. (1964), "Fixed Capital in the Industrial Revolution in Britain", *The Journal of Economic History*, 24(3), septiembre, pp. 299-314.
- SCHUMPETER, J. (1939), *Business cycles: a theoretical, historical and statistical analysis of the capitalist process*, Nueva York y Londres, McGraw-Hill.
- SHAW, E.S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Nueva York, Oxford University.
- STIGLITZ, J.E. (1994), "The role of the State in financial markets", proceeding of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993, Washington, D.C., The World Bank, 19-52.
- _____ y M. Uy (1996), "Financial Markets, Public Policy, and the East Asian Miracle", *The World Bank Research Observer*, 11 (2), pp. 248-276.
- _____ y A. Weiss (1981), "Credit rationing in markets with imperfect competition", *American Economic Review*, 71 (5), pp. 393-410.
- STUDART, R. (1993), "Financial repression and economic development: towards a post-keynesian alternative", *Review of Political Economy*, 5 (3), pp. 277-298.

- _____ (1995), *Investment Finance in Economic Development*, Londres, Routledge.
- _____ (1995-96), "The efficiency of the financial system, liberalization and economic development", *Journal of Post Keynesian Economics*, 18 (2), otoño pp. 265-289.
- _____ (1999a), "Financiamento do Desenvolvimento: Duas Visões Alternativas", en G.T. Lima, J Sicsu y L.F. Paula (orgs.), *Macroeconomía moderna*, São Paulo, Ed. Campus, pp. 151-170.
- _____ (1999b), "Pension funds and the financing of productive investment: an analysis based on Brazil's recent experience", mimeo., ECLAC, Series Financiamiento del Desarrollo, División de Financiamiento, ECLAC.
- SOBREIRA, R. y R. Studart (1997), "Racionamento de crédito", Anais do xxv Encontro de Economistas da ANPEC, Recife, 10 a 12 de Diciembre.
- TOBIN, J. (1984), "On the efficiency of the financial system", *Lloyds Bank Review*, 153, pp. 1-15.
- UNCTAD (1996), *Trade and Development Report 1996*, Ginebra y Nueva York, Nações Unidas.
- UNITED NATIONS (1999), *World Economic and Social Survey*, Nueva York, United Nations.
- VITTAS, D. (1998), "Institutional investors and securities markets: which comes first?", paper presented at the ABCD LAC Conference, 28-30 de junio de 1998, San Salvador, El Salvador.
- VITTAS, D. y Y.J. Cho (1997), "Credit Lessons from Japan and Korea", *The World Bank Research Observer*, 11 (2), pp. 277-297.
- WORLD BANK (1994), *The East Asian Miracle*, Nueva York, Oxford University Press.
- ZYSMAN, J. (1983), *Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Growth*, Oxford, Martin Robertson.

Índice

INTRODUCCIÓN

<i>Guadalupe Mántey de Anguiano y Noemí Levy Orlik</i>	5
--	---

Primera parte

Elementos para una teoría de inflación con dinero endógeno

EL ENFOQUE ESTRUCTURALISTA DE LA INFLACIÓN

<i>Teresa Aguirre</i>	21
-----------------------------	----

INFLACIÓN Y DESEMPLEO:

UNA INTERPRETACIÓN ESTRUCTURALISTA

<i>Malcolm Sawyer</i>	47
-----------------------------	----

SALARIOS, DINERO E INFLACIÓN

EN ECONOMÍAS PERIFÉRICAS: UN MARCO TEÓRICO ALTERNATIVO PARA LA POLÍTICA MONETARIA

<i>Guadalupe Mántey de Anguiano</i>	69
---	----

EL SUBASTADOR TIRÁNICO

Y LAS LIMITACIONES DE LOS POSTULADOS DE “FUNDAMENTOS MACROECONÓMICOS SANOS”

<i>Etelberto Ortiz Cruz</i>	101
-----------------------------------	-----

INFLACIÓN, BURSATILIZACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

<i>Carlos A. Roza</i>	141
-----------------------------	-----

COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN EN PAÍSES EMERGENTES CON MERCADOS GLOBALIZADOS. EFECTOS DE LOS COSTOS FINANCIEROS Y LOS CAMBIOS ESTRUCTURALES EN LOS PRECIOS. MÉXICO DURANTE EL PERIODO 1980-2000	
<i>Noemí Levy Orlik</i>	165

Segunda parte

La conducción ecléctica de la política monetaria en la actualidad

CREDIBILIDAD, CONFIANZA E INFLACIÓN	
<i>Edwin Le Heron y Emmanuel Carre</i>	191

LAS LIMITACIONES DE LOS BANCOS CENTRALES EN LA ESTABILIDAD FINANCIERA	
<i>Jan Toporowski</i>	225

LAS METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN COMO ESQUEMA PARA CONDUCIR LA POLÍTICA MONETARIA. EL CASO DE MÉXICO	
<i>Alma Chapoy Bonifaz</i>	237

UN ANÁLISIS SOBRE LOS CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO	
<i>Iris Ascencio Pérez</i>	265

DESEMPLEO Y ALTAS TASAS DE INTERÉS: EL MECANISMO DEFLACIONARIO EN MÉXICO	
<i>Teresa S. López González</i>	295

Tercera parte

Políticas financieras para el desarrollo sin renuncia a la soberanía monetaria

MÉXICO: POLÍTICA MONETARIA AUTÓNOMA O INTEGRACIÓN MONETARIA	
<i>Gabriel Gómez Ochoa</i>	327

CONTROLES DE CAPITAL, TIPOS DE CAMBIO E INFLACIÓN EN EL CONTEXTO DE LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA <i>Jaime Puyana Ferreira</i>	361
LA REDUCCIÓN DE LA INFLACIÓN, LA RESTRICCIÓN CREDITICIA Y EL ESTANCAMIENTO ECONÓMICO: EL CASO DE MÉXICO <i>Arturo Huerta G.</i>	409
ALTERNATIVA DE POLÍTICA ECONÓMICA PARA BRASIL: UNA PROPUESTA POSKEYNESIANA <i>Luiz Fernando de Paula</i>	431
ESTADO, MERCADOS Y FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO: ALGUNAS CONSIDERACIONES TEÓRICAS PRELIMINARES SOBRE EL PAPEL DE LOS BANCOS DE DESARROLLO <i>Rogério Studart</i>	461

Títulos de la colección

Las ciencias sociales

Director de la colección

HUMBERTO MUÑOZ GARCÍA

JOSÉ SANTOS ZAVALA
*Acción pública organizada: el caso
del servicio de agua potable en la
zona conurbada de San Luis Potosí*

ROSALÍA WINOCUR
*Algunos enfoques metodológicos
para estudiar la cultura política en México*

BERTHA LERNER
*América Latina: los debates
en política social, desigualdad y pobreza*

ARTURO ÁNGEL LARA RIVERO
*Aprendizaje tecnológico y mercado de trabajo
en las maquiladoras japonesas*

MANUEL VILLA AGUILERA
*¿A quién le interesa la democracia en México?
Crisis del intervencionismo estatal
y alternativas del pacto social*

ABELARDO VILLEGAS
*Arar en el mar:
la democracia en América Latina*

ROBERTO EIBENSCHUTZ HARTMAN
(COORDINADOR)
*Bases para la planeación del desarrollo
urbano en la ciudad de México.*
Tomo I: *Economía y sociedad en la metrópoli*
Tomo II: *Estructura de la ciudad y su región*

FERNANDIO SILVA TRISTE
Breve historia de la socialdemocracia

ÓSCAR F. CONTRERAS
ALEJANDRO COVARRUBIAS
MIGUEL ÁNGEL RAMÍREZ

JOSÉ LUIS SARRIEGO RODRÍGUEZ
*Cananea. Tradición y modernidad
en una mina histórica*

CARLOS A. ROZO (COORDINADOR)
Capital global e integración monetaria

LEONEL CORONA TREVIÑO (COORDINADOR)
Cien empresas innovadoras en México

ALICIA ZICCARDI (COORDINADORA)
*Ciudades y gobiernos locales
en la América Latina de los noventa*

JUDITH HERRERA MONTELONGO
*Colaboración y conflicto:
el sindicato petrolero y el cardenismo*

JUAN-MANUEL RAMÍREZ SAÍZ
(COORDINADOR)
*¿Cómo gobiernan Guadalajara?
Demandas ciudadanas y respuestas
de los ayuntamientos*

JUDITH VILLAVICENCIO BLANCO
(COORDINADORA)
*Condiciones de vida y vivienda de interés
social en la ciudad de México*

JULIÁN REBÓN
*Conflicto armado y desplazamiento
de población: Chiapas 1994-1998*

CÉSAR CANSINO
*Construir la democracia. Límites y
perspectivas de la transición en México*

ANA PAULA DE TERESA
*Crisis agrícola y economía campesina.
El caso de los productores de henequén
en Yucatán*

FERNANDO CORTÉS, ÓSCAR CUÉLLAR
(COORDINADORES)
*Crisis y reproducción social.
Los comerciantes del sector informal*

ARMANDO CISNEROS SOSA
*Crítica de los movimientos sociales.
Debate sobre la modernidad, la democracia
y la igualdad social*

- LOURDES ARIZPE
Cultura y desarrollo: una etnografía de las creencias de una comunidad mexicana
- JACQUELINE MARTÍNEZ URIARTE
ALBERTO DÍAZ CAYEROS
(COORDINADORES)
De la descentralización al federalismo. Estudios comparados sobre el gobierno local en México
- ROBERTO BLUM VALENZUELA
De la política mexicana y sus medios. ¿Deterioro institucional o nuevo pacto político?
- ENRIQUE SUÁREZ INIGUEZ
De los clásicos políticos
- ABELARDO VILLEGAS, IGNACIO SOSA
ANA LUISA GUERRERO, MAURICIO BEUCHOT
JOSÉ LUIS OROZCO, ROQUE CARRIÓN WAM
JORGE M. GARCÍA LAGUARDIA
Democracia y derechos humanos
- ANDRÉS ROEMER
Derecho y economía: políticas públicas del agua
- ALBERTO DÍAZ CAYEROS
Desarrollo económico e inequidad regional: hacia un nuevo pacto federal en México
- RAFAEL TAMAYO FLORES
FAUSTO HERNÁNDEZ TRILLO
(COORDINADORES)
Descentralización, federalismo y planeación del desarrollo regional en México: ¿Cómo y hacia dónde vamos?
- JOSÉ VALENZUELA FEIJÓO
Dos crisis: Japón y Estados Unidos
- JORGE HÉCTOR CARRILLO VIVEROS
Dos décadas de sindicalismo en la industria maquiladora de exportación: examen en las ciudades de Tijuana, Juárez y Matamoros
- EUGENIA CORREA, ALICIA GIRÓN
Economía financiera contemporánea
4 tomos
- PILAR CAMPOS BOLAÑO
El ahorro popular en México: acumulando activos para superar la pobreza
- RAÚL ÁVILA ORTIZ
El derecho cultural en México: una propuesta académica para el proyecto político de la modernidad
- ROBERTO HAM CHANDE
El envejecimiento en México: el siguiente reto de la transición demográfica
- ARTURO BORJA
El Estado y el desarrollo industrial. La política mexicana de cómputo en una perspectiva comparada
- SERGIO ESPINOSA PROA
El fin de la naturaleza. Ensayos sobre Hegel
- CÉSAR GILABERT
El hábito de la utopía. Análisis del imaginario sociopolítico en el movimiento estudiantil de México, 1968
- RAFAEL GUIDO BÉJAR
OTTO FERNÁNDEZ REYES
MARÍA LUISA TORREGROSA
(COMPILADORES)
El juicio al sujeto. Un análisis global de los movimientos sociales
- MARCOS TONATIUH ÁGUILA M.
El liberalismo mexicano y la sucesión presidencial de 1880: dos ensayos
- JULIANA GONZÁLEZ
El malestar en la moral. Freud y la crisis de la ética
- MANUEL PERLÓ COHEN
El paradigma porfiriano. Historia del desagüe del Valle de México
- ENRIQUE SUÁREZ-INIGUEZ
(COORDINADOR)
El poder de los argumentos. Coloquio internacional Karl Popper
- BLANCA SOLARES
El síndrome Habermas
- VÍCTOR ALEJANDRO ESPINOZA VALLE
El voto lejano. Cultura política y migración México-Estados Unidos
- GINA ZABLUDOVSKY, SONIA DE AVELAR
Empresarias y ejecutivas en México y Brasil
- ROGELIO HERNÁNDEZ RODRÍGUEZ
Empresarios, Banca y Estado. El conflicto durante el gobierno de José López Portillo, 1976-1982
- ENRIQUE SUÁREZ-INIGUEZ
(COORDINADOR)
Enfoques sobre la democracia

-
- EDUARDO IBARRA COLADO
LUIS MONTAÑO HIROSE (COMPILADORES)
*Ensayos críticos para el estudio
de las organizaciones en México*
IGNACIO SOSA ÁLVAREZ
Ensayo sobre el discurso político mexicano
CARLOS ARRIOLA WOOG
Ensayos sobre el PAN
ALEJANDRO PORTES
*En torno a la informalidad:
Ensayos sobre teoría y
medición de la economía regulada*
LUDGER PRIES
*Entre el corporativismo productivista
y la participación de los trabajadores.
Globalización y relaciones industriales
en la industria automotriz mexicana*
PATRICIA RAMÍREZ KURI (COORDINADORA)
Espacio público y reconstrucción de ciudadanía
ÁLVARO MATUTE, EVELIA TREJO
BRIAN CONNAUGHTON
(COORDINADORES)
Estado, Iglesia y sociedad en México. Siglo XIX
VÍCTOR MANUEL DURAND PONTE
*Etnia y cultura política:
los mexicanos en Estados Unidos*
VÍCTOR MANUEL PRUDENCIO VALLEJO
*Europa central y del este:
su transformación*
MARÍA DE LA PAZ LÓPEZ, VANIA SALLES
(COMPILADORAS)
Familia, género y pobreza
ENRIQUE SUÁREZ-ÍÑIGUEZ
*Filosofía y política contemporánea
(Popper, Rawls y Nozick)*
GUADALUPE MÁNTEY DE ANGUIANO
NOEMÍ LEVY ORLIK (COORDINADORAS)
*Financiamiento del desarrollo
con mercados de dinero y capital globalizados*
JENNIFER COOPER, TERESITA DE BARBIERI
TERESA RENDÓN, ESTELA SUÁREZ
ESPERANZA TUNÓN
(COMPILADORAS)
*Fuerza de trabajo femenina urbana en México
Volumen I: Características y tendencias
Volumen II: Participación económica y política*
- ENRIQUE CABRERO MENDOZA
GABRIELA NAVA CAMPOS
(COORDINADORES)
*Gerencia pública municipal.
Conceptos básicos y estudios de caso*
RICARDO VALERO
(COMPILADOR)
Globalidad: una mirada alternativa
ESTELA MARTÍNEZ BORREGO
HERNÁN SALAS QUINTANAL
(COORDINADORES)
*Globalización e integración regional
en la producción y desarrollo tecnológico
de la lechería mexicana*
ALICIA ZICCARDI
*Gobernabilidad y participación ciudadana
en la ciudad capital*
TONATIUH GUILLÉN LÓPEZ
*Gobiernos municipales en México:
entre la modernización y la tradición política*
ORLANDINA DE OLIVEIRA
MARIELLE PEPIN LEHALLEUR
VANIA SALLES (COMPILADORAS)
Grupos domésticos y reproducción cotidiana
EMILIO DUHAU
Hábitat popular y política urbana
FEDERICO NOVELO URDANIVIA
Hacia la evaluación del TLC
ALBERTO RÉBORA TOGNO
*¿Hacia un nuevo paradigma de la
planeación de los asentamientos humanos?
Políticas e instrumentos de suelo para un
desarrollo urbano sostenible, incluyente y
sustentable. El caso de la región oriente
en el Valle de México*
HÉCTOR HERNÁNDEZ GARCÍA DE LEÓN
*Historia política del
sinarquismo. 1934-1944*
JOHN BAILEY
*Impactos del TLC en México y Estados Unidos:
efectos subregionales del comercio
y la integración económica*
MARÍA EUGENIA DE LA O MARTÍNEZ
*Innovación tecnológica y clase obrera:
estudio de caso de la industria maquiladora
electrónica R.C.A. Ciudad Juárez, Chihuahua*
-

JORDY MICHELI
(COORDINADOR)
Japan Inc. en México.
Las empresas y modelos laborales japoneses

JORGE FUENTES MORÚA
José Revueltas: una biografía intelectual

ABELARDO VILLEGAS, JOSÉ LUIS OROZCO
IGNACIO SOSA, ANA LUISA GUERRERO
MAURICIO BEUCHOT
Laberintos del liberalismo

ISAAC M. KATZ
*La apertura comercial y su impacto regional
sobre la economía mexicana*

MIGUEL ÁNGEL AGUILAR
AMPARO SEVILLA
ABILIO VERGARA
(COORDINADORES)
*La ciudad desde sus lugares. Trece ventanas
etnográficas para una metrópoli*

FRANCISCO LÓPEZ CÁMARA
La clase media en la era del populismo

MARCELA HERNÁNDEZ ROMO
La cultura empresarial en México

ARTURO GUILLÉN, GREGORIO VIDAL
(COORDINADORES)
*La economía mexicana bajo la crisis
de Estados Unidos*

MARCO ANTONIO JACOBO VILLA
ELSA SABORÍO FERNÁNDEZ
(COORDINADORES)

*La gestión del agua en México:
los retos para el manejo sustentable*

JOSÉ MARÍA RAMOS GARCÍA
*La gestión de la cooperación transfronteriza
México-Estados Unidos en un marco
de inseguridad global: problemas y desafíos*

GUSTAVO GARZA VILLARREAL
*La gestión municipal en el
Área Metropolitana de Monterrey,
1989-1994*

ESTELA MARTÍNEZ BORREGO
HERNÁN SALAS QUINTANAL
SUSANA SUÁREZ PANIAGUA
*La globalización del sistema lechero
en La Laguna: estructura productiva,
desarrollo tecnológico y actores sociales*

ALEJANDRO PORTES, LUIS GUARNIZO
PATRICIA LANDOLT
(COORDINADORES)
*La globalización desde abajo:
transnacionalismo inmigrante y desarrollo.
La experiencia de Estados Unidos
y América Latina*

VÍCTOR ALEJANDRO PAYÁ PORRES
*Laguna Verde: La violencia de la
modernización. Actores y movimiento social*

MANUEL VILLA AGUILERA
*La institución presidencial
El poder de las instituciones y
los espacios de la democracia*

RAÚL BÉJAR NAVARRO
HÉCTOR H. HERNÁNDEZ BRINGAS
*La investigación en ciencias sociales
y humanidades en México*

TERESA PACHECO MÉNDEZ
*La investigación universitaria en ciencias
sociales. Su promoción y evaluación*

JULIO LÓPEZ GALLARDO
*La macroeconomía de México:
el pasado reciente y el futuro posible*

RICARDO POZAS HORCASITAS
La modernidad atrapada en su horizonte

ENRIQUE CABRERO MENDOZA
*La nueva gestión municipal en México.
Análisis de experiencias innovadoras
en gobiernos locales*

FEDERICO NOVELO (COORDINADOR)
*La política económica y social
de la alternancia. Revisión crítica*

MÓNICA VERA CAMPOS
JOSÉ LUIS BARROS HORCASITAS
(COORDINADORES)
*La política exterior norteamericana
hacia Centroamérica.
Reflexiones y perspectivas*

CLARA JUSIDMAN
La política social en Estados Unidos

LILIANA KUSNIR
La política social en Europa

MARIO RAMÍREZ RANCAÑO
*La reacción mexicana
y su exilio durante la revolución de 1910*

-
- HUMBERTO MUÑOZ GARCÍA
ROBERTO RODRÍGUEZ GÓMEZ
(COORDINADORES)
La sociedad mexicana frente al tercer milenio
3 tomos
- ALICIA ZICCARDI
(COORDINADORA)
*La tarea de gobernar: gobiernos locales
y demandas ciudadanas*
- GERMÁN PÉREZ FERNÁNDEZ
DEL CASTILLO
ARTURO ALVARADO M.
ARTURO SÁNCHEZ GUTIÉRREZ
(COORDINADORES)
*La voz de los votos: un análisis crítico
de las elecciones de 1994*
- ABRAHAM A. MOLES
Las ciencias de lo impreciso
- ALENKA GUZMÁN
*Las fuentes del crecimiento
en la siderurgia mexicana. Innovación,
productividad y competitividad*
- ENRIQUE CABRERO MENDOZA
(COORDINADOR)
*Las políticas descentralizadoras en México
(1983-1993). Logros y desencantos*
- ROLANDO CORDERA, ALICIA ZICCARDI
(COORDINADORES)
*Las políticas sociales
de México al fin del milenio.
Descentralización, diseño y gestión*
- LUIS ALFONSO RAMÍREZ CARRILLO
*Las redes del poder.
Corrupción, maquiladoras
y desarrollo regional en México.
El caso de Yucatán*
- GRACIELA BENSUSÁN AREOUS
(COORDINADORA)
*Las relaciones laborales y el Tratado
de Libre Comercio*
- CAMBIO XXI, FUNDACIÓN MEXICANA
(COORDINADORA)
Las transiciones a la democracia
- ALEJANDRO MUNGARAY LAGARDA
MARTÍN RAMÍREZ URQUIDY
(COORDINADORES)
Lecciones de microeconomía para empresas
- MARÍA LUISA QUINTERO SOTO
(COORDINADORA)
Liberalización financiera y déficit público
- MANUEL VILLA
*Los años furiosos: 1994-1995.
La reforma del Estado y el futuro de México*
- ENRIQUE CABRERO MENDOZA
(COORDINADOR)
*Los dilemas de la modernización municipal.
Estudios sobre la gestión hacendaria en
municipios urbanos de México*
- CARLOS ARRIOLA WOOG
Los empresarios y el Estado (1970-1982)
- RODOLFO GARCÍA DEL CASTILLO
*Los municipios en México.
Los retos ante el futuro*
- LOURDES ARIZPE
(COORDINADORA)
Los retos culturales en México.
- MARGARITA OLVERA SERRANO
*Lucio Méndieta y Núñez
y la institucionalización de
la sociología en México, 1939-1965*
- JULIO LÓPEZ G.
(COORDINADOR)
*Macroeconomía del empleo
y políticas de pleno empleo para México*
- DAVID ARELLANO GAULT
(COORDINADOR)
*Más allá de la reinención del gobierno:
fundamentos de la nueva gestión pública
y presupuestos por resultados
en América Latina*
- RAFAEL MONTESINOS
(COORDINADOR)
Masculinidades emergentes
- NOÉ ARÓN FUENTES, SONIA Y. LUGO,
MARIO HERRERA
*Matriz de insumo-producto
para Baja California: un enfoque híbrido*
- MARIO BASSOLS, PATRICIA MELÉ
(COORDINADORES)
Medio ambiente, ciudad y orden jurídico
- JOSÉ AYALA ESPINO
*Mercado, elección pública e instituciones.
Una revisión de las teorías modernas
del Estado*
-

-
- GREGORIO VIDAL (COORDINADOR)
México en la región de América del Norte.
Problemas y perspectivas
- PETER M. WARD
*México megaciudad: desarrollo
y política, 1970-2000*
- CRISTINA PUGA
México: empresarios y poder
- MANUEL GARCÍA Y GRIEGO
MÓNICA VÉREA CAMPOS
*México y Estados Unidos frente a la
migración de los indocumentados*
- RODOLFO O. DE LA GARZA
JESÚS VELASCO
(COORDINADORES)
*México y su interacción
con el sistema político estadounidense*
- ESPERANZA TUÑÓN PABLOS
Mujeres que se organizan.
*El Frente Único Pro Derechos
de la Mujer (1935-1938)*
- AÍDA LERMAN
*Multilateralismo y regionalismo
en América Latina*
- HÉCTOR TEJERA GAONA
*"No se olvide de nosotros cuando esté
allá arriba." Cultura, ciudadanos y
campañas políticas en la ciudad de México*
- GENARO AGUILAR GUTIÉRREZ
Nueva reforma fiscal en México
- MARÍA LUISA TARRÉS
(COORDINADORA)
*Observar, escuchar y comprender
sobre la tradición cualitativa
en la investigación social*
- JOSÉ LUIS MÉNDEZ
(COORDINADOR)
*Organizaciones civiles y políticas públicas
en México y Centroamérica*
- ARTURO BORJA TAMAYO (COORDINADOR)
Para evaluar al TLCAN
- RAÚL BENÍTEZ ZENTENO
Población y política en México. Antología
- HUMBERTO MUÑOZ GARCÍA (COMPILADOR)
Población y sociedad en México
- ENRIQUE CABRERO MENDOZA
(COORDINADOR)
Políticas públicas municipales.
Una agenda en construcción
- MARTHA SCHTEINGART
(COORDINADORA)
*Políticas sociales para los pobres
en América Latina*
- MAURICIO BEUCHOT
Posmodernidad, hermenéutica y analogía
- NORBERTO CORELLA TORRES
Propaganda Nazi
- JORGE HERNÁNDEZ-DÍAZ
*Reclamos de la identidad: la formación
de las organizaciones indígenas en Oaxaca*
- MARÍA LUISA QUINTERO SOTO
(COORDINADORA)
Recursos naturales y desarrollo sustentable:
Reflexiones en torno a su problemática
- LARISSA ADLER LOMNITZ
Redes sociales, cultura y poder:
ensayos de antropología latinoamericana
- JUAN PABLO GUERRERO AMPARÁN
TONATIUH GUILLÉN LÓPEZ
*Reflexiones en torno a la reforma
municipal del artículo 115 constitucional*
- DAVID ARELLANO, ENRIQUE CABRERO
ARTURO DEL CASTILLO
(COORDINADORES)
*Reformando al gobierno: una visión
organizacional del cambio gubernamental*
- GERMÁN A. ZÁRATE HOYOS
(COORDINADOR)
*Remesas de los mexicanos y centroamericanos
en Estados Unidos. Problemas y perspectivas*
- CARLOS HERRERO BERVERA
Revuelta, rebelión y revolución en 1810.
Historia social y estudios de caso
- JOSÉ LUIS OROZCO
Sobre el orden liberal del mundo
- AQUILES CHIHU AMPARÁN
(COORDINADOR)
Sociología de la identidad
- GINA ZABLUDOVSKY
*Sociología y política, el debate clásico
y contemporáneo*
-

-
- GRACIELA BENSUSÁN
TERESA RENDÓN
(COORDINADORAS)
*Trabajo y trabajadores
en el México contemporáneo*
- JOSÉ LUIS BARROS HORCASITAS
JAVIER HURTADO
GERMÁN PÉREZ FERNÁNDEZ DEL CASTILLO
(COMPILADORES)
*Transición a la democracia
y reforma del Estado en México*
- LILIA DOMÍNGUEZ VILLALOBOS
FLOR BROWN GROSSMAN
*Transición hacia tecnologías flexibles
y competitividad internacional
en la industria mexicana*
- MARTHA SCHEINGART
EMILIO DUHAU
(COORDINADORES)
*Transición política y democracia
municipal en México y Colombia*
- CARLOS BARBA SOLANO
JOSÉ LUIS BARROS HORCASITAS
JAVIER HURTADO
(COMPILADORES)
*Transiciones a la democracia en Europa
y América Latina*
- UGO PIPITONE
*Tres ensayos sobre desarrollo y frustración:
Asia oriental y América Latina*
- BLANCA SOLARES
*Tu cabello de oro Margarete...
Fragmentos sobre odio, resistencia
y modernidad*
- CARLOS MOREIRA
*Una mirada a la democracia uruguaya.
Reforma del estado y delegación legislativa
(1995-1999)*
- MASSIMO L. SALVADORI
NORBERT LECHNER
MARCELO CAVAROZZI
ALFRED PFALLER
ROLANDO CORDERA
ANTONELLA ATTILI
Un Estado para la democracia
- FERNANDO VÁZQUEZ RIGADA
*Un país para todos. El sistema político
mexicano del siglo XXI*
- RAÚL BENÍTEZ MANAUT
LUIS GONZÁLEZ SOUZA
MARÍA TERESA GUTIÉRREZ HACES
PAZ CONSUELO MÁRQUEZ PADILLA
MÓNICA VÉREA CAMPOS (COMPILADORES)
*Viejos desafíos, nuevas perspectivas:
México-Estados Unidos
y América Latina*
- MARTHA ORTEGA SOTO
JOSÉ CARLOS CASTAÑEDA REYES
FEDERICO LAZARÍN MIRANDA (COMPILADORES)
*Violencia: Estado y sociedad,
una perspectiva histórica*
- DIEGO REYNOSO
*Votos ponderados. Sistemas electorales
y sobrerrepresentación distrital*
- LUIS F. AGUILAR VILLANUEVA
*Weber: la idea de ciencia social
Volumen I: La tradición
Volumen II: La innovación*
-

Estudios de género

- ARACELI MINGO
*¿Autonomía o sujeción?
Dinámica, instituciones y formación
en una microempresa de campesinas*
- ARCELIA DE LA TORRE BARRÓN
ROSINA OJEDA CÁRDENAS
CARLOS JAVIER MAYA AMBÍA
(COORDINADORES)
*Construcción de género en sociedades
con violencia. Un enfoque
multidisciplinario*
- GABRIELA CANO Y JOSÉ VALENZUELA
(COORDINADORES)
*Cuatro estudios de género
en el México urbano del siglo XIX*
- MÁRGARA MILLÁN
Derivas de un cine en femenino
- JUAN GUILLERMO FIGUEROA
*Elementos para un análisis ético
de la reproducción*
- MARTA LAMAS (COMPILADORA)
*El género: la construcción cultural
de la diferencia sexual*
- GLORIA CAREAGA PÉREZ
JUAN GUILLERMO FIGUEROA PÉREA
MARÍA CONSUELO MEJÍA (COMPILADORES)
Ética y salud reproductiva
- ESTELA SERRET
Identidad femenina y proyecto ético
- GUILLERMO FLORIS MARGADANT
*La sexofobia del clero y cuatro ensayos
histórico-jurídicos sobre sexualidad*
- MARGARITA BAZ
*Metáforas del cuerpo:
un estudio sobre la mujer y la danza*
- GINA ZABLUDOVSKY
(COORDINADORA)
*Mujeres en cargos de dirección
en América Latina.
Estudios sobre Argentina,
Chile, México y Venezuela*
- ESPERANZA TUÑÓN
*Mujeres en escena: de la tramoya
al protagonismo. El quehacer político
del Movimiento Amplio de Mujeres
en México (1982-1994)*
- GUILLERMO NÚÑEZ NORIEGA
*Perspectiva de género: cruce de caminos
y nuevas claves interpretativas.
Ensayos sobre feminismo, política y filosofía*
- GUILLERMO NÚÑEZ NORIEGA
*Sexo entre varones.
Poder y resistencia en el campo sexual*
- GLORIA CAREAGA, SALVADOR CRUZ
(COORDINADORES)
*Sexualidades diversas:
aproximaciones para su análisis*
-
-

Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos, se terminó de imprimir en la ciudad de México durante el mes de noviembre del año 2005. La edición, en papel de 75 gramos, consta de 2,000 ejemplares más sobrantes para reposición y estuvo al cuidado de la oficina litotipográfica de la casa editora.





**CONOCER
PARA DECIDIR**
EN APOYO A LA
INVESTIGACIÓN
ACADÉMICA

INSTITUCIONES COEDITORAS

Asociación Nacional de Universidades e Instituciones de Educación Superior	Fundación Konrad Adenauer, A.C.	Secretaría de la Reforma Agraria	Universidad Nacional Autónoma de México
Cámara de Diputados, LIX Legislatura	Fundación Mexicana de Estudios Políticos y Administrativos, A.C.	Sociedad Mexicana de Medicina Conductual	<i>Centro de Estudios sobre la Universidad</i>
<i>Mesa Directiva</i>	Grupo Editorial Miguel Ángel Porrúa	Universidad Anáhuac del Sur	<i>Centro de Investigaciones Interdisciplinarias en Ciencias y Humanidades</i>
<i>Secretaría General</i>	Ibero-Amerikanisches Institut	Universidad Autónoma de Aguascalientes	<i>Centro Regional de Investigaciones Multidisciplinarias</i>
<i>Secretaría de Servicios Parlamentarios</i>	Instituto Federal Electoral	Universidad Autónoma de Baja California	<i>Dirección General de Publicaciones</i>
Centro de Investigaciones y Estudios Superiores en Antropología Social	Instituto Tecnológico Autónomo de México	Universidad Autónoma del Estado de Querétaro	<i>Facultad de Economía</i>
Centro de Investigación y Docencia Económicas	Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey	Universidad Autónoma de Yucatán	<i>Facultad de Estudios Superiores Acatlán</i>
Centro del Tercer Mundo para el Manejo del Agua	<i>Campus Estado de México</i>	Universidad Autónoma de Zacatecas	<i>Facultad de Estudios Superiores Aragón</i>
Consejo Mexicano de Asuntos Internacionales	<i>Campus Monterrey</i>	<i>Doctorado en Estudios del Desarrollo</i>	<i>Instituto de Geografía</i>
Consejo Nacional para la Cultura y las Artes	<i>Escuela de Graduados en Administración Pública y Política Pública</i>	Universidad Autónoma Metropolitana	<i>Instituto de Investigaciones Económicas</i>
<i>Instituto Nacional de Antropología e Historia</i>	Integración para la Democracia Social, APN	<i>Unidad Azacapotzalco</i>	<i>Instituto de Investigaciones Sociales</i>
El Colegio de la Frontera Norte, A.C.	Libertad de Información, A.C.	<i>Programa Universitario Integración en las Américas</i>	<i>Programa Universitario de Estudios de Género</i>
El Colegio de San Luis	Secretaría de Gobernación	Universidad de California Santa Cruz	<i>Programa Universitario de Estudios sobre la Ciudad</i>
Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales, México	<i>Centro de Estudios Migratorios</i>	Universidad de Occidente	<i>Seminario de Educación Superior</i>
Fundación Colosio, A.C.	<i>del Instituto Nacional de Migración</i>	Universidad Juárez Autónoma de Tabasco	Universidad Pedagógica Nacional

Con la desregulación y apertura de los sistemas financieros, los riesgos en los sistemas de pagos se han multiplicado; creando un problema para las autoridades monetarias, que deben ofrecer liquidez en cantidades que satisfagan simultáneamente las necesidades del sistema nacional de pagos y los objetivos de la política monetaria. En esta investigación se aborda el papel estratégico que la política monetaria juega en el marco institucional actual, y su compromiso prioritario con el control de la inflación, contrastan con la debilidad de la teoría cuantitativa del nivel de precios, en la que se apoyan los modelos convencionales de política de banca central. Hoy en día, como resultado de la desregulación y la apertura financiera, la banca comercial ya no está constreñida por liquidez; y sus decisiones en cuanto al volumen de crédito que concede dependen sólo de sus expectativas de rentabilidad y de la demanda de crédito.

INFLACIÓN, CRÉDITO Y SALARIOS



9 789707 016170

Miguel Ángel
Porrua

CENTRO DE DOCUMENTACIÓN CEFF
330.8CDFP2552
INFLACIÓN, CRÉDITO Y SALARIOS:
NUEVOS ENFOQUES DE POLÍTICA MONETARIA
PARA MERCADOS IMPERFECTOS



F
E
S
CENTRO DE INVESTIGACIONES
ACATLÁN



CONOCER
PARA DECIDIR
EN APOYO A LA
INVESTIGACIÓN
ACADÉMICA