

Tasas de interés, demanda efectiva y crecimiento económico

Rates of Interest, Effective Demand and Economic Growth

Noemi Levy Orlik¹

Profesora de tiempo completo
de la Facultad de Economía, UNAM.
<levy@servidor.unam.mx>

Resumen

En este trabajo se argumenta que existe una controversia teórica sobre el impacto de la tasa de interés en el gasto de la inversión y, por consiguiente, sobre la demanda efectiva. A grosso modo se postula que esta relación puede ser directa (positiva o negativa) o indirecta, o sea afecta el diferencial entre los rendimientos futuros actualizados (precio de demanda determinado en mercado de capital) y el precio de oferta de la inversión o, directamente, sobre la distribución de las ganancias. En el entorno de la economía mexicana se encontró que la función de la tasa de interés es estabilizar el tipo de cambio y reducir la inflación sin mostrar un fuerte impacto en el crecimiento económico.

Abstract

In the paper is argued that there is deep controversy of the rate of interest impact on investment and aggregate demand. In general terms, this relation can be direct (in negative or positive terms) or, indirect, affecting the differential of future returns in present terms (investment demand price) and the investment supply price or modify the distribution of income. In terms of the Mexican economy we found that rate of interest stabilizes the exchange rate, lowers inflation, with hardly any impact in economic activity.

Introducción

Uno de los elementos más controvertidos en la teoría económica es el impacto de la tasa de interés en el crecimiento económico y la demanda efectiva. Un conjunto de teorías señala que la tasa interés tiene un efecto directo (en sentido contrario) sobre la inversión y la producción, mientras, otros postulan que no hay conexión directa entre dichas variables, porque la tasa de interés modifica la distribución del ingreso, por tanto, afecta indirectamente la demanda efectiva y, a través de esa vía, al crecimiento económico. Ello ha provocado una variedad de propuestas de políticas monetarias destinadas a modificar el crecimiento económico y el tamaño del mercado (interno y externo).

Nuestra hipótesis es que la tasa de interés tiene un impacto débil sobre el financiamiento de la acumulación y la producción: por consiguiente, su efecto sobre la demanda

Journal of Economic Literature (JEL):
E42, E44, F31

Key words:

Monetary Standards and Regimes
Financial Markets
Foreign Exchange

Palabras clave:

Regímenes y patrones monetarios
Mercados financieros
Tipos de cambio

¹ Este trabajo forma parte del proyecto PAPIIT: IN 301508.

efectiva y, el crecimiento económico, ocurre a través de modificaciones sobre la distribución del ingreso. Este mecanismo es fuerte en los países en desarrollo, específicamente la tasa de interés tiene como principal objetivo estabilizar el tipo de cambio, para controlar la inflación y, de esa manera estabilizar el poder de compra de la riqueza financiera, reduciendo la participación del ingreso de los asalariados en el ingreso total.

Este trabajo se dividirá en cuatro partes. Después de la introducción se realiza una revisión teórica de los principales planteamientos en torno a la tasa de interés, y su relación con la acumulación y la producción, resaltándose las particularidades de los países en desarrollo. En la tercera parte se discuten las políticas monetarias en México, en los años de la primera década del 2000, para mostrar que la tasa de interés no está fuertemente ligada al crédito ni la inversión, sino con la estabilidad del tipo cambio (sobreevaluación del tipo de cambio) lo cual, conjuntamente con la tasa de interés (en comparación a países desarrollados) atrae inversión extranjera, asegurando mayor rentabilidad de la riqueza financiera, desligado del mercado interno. Finalmente, en la última sección, se presentan las principales conclusiones del trabajo.

Tasa de interés, demanda efectiva, inversión y crecimiento económico

En esta sección revisamos dos propuestas teóricas. La teoría dominante que contiene las explicaciones de la teoría neoclásica, el planteamiento de Wicksell aplicado a la Regla de Taylor, a partir de lo cual emerge la política de “objetivos inflacionarios”. De manera alternativa se analiza el planteamiento de Keynes y los Post Keynesianos, con base en lo cual se estudia el sector bancario, el mercado de capitales y, la relación entre estos dos sectores, para determinar su efecto en la demanda efectiva y el crecimiento económico.

Teoría neoclásica

La tasa de interés tiene un papel central en la determinación del gasto de inversión (I) y el ahorro (S), con una relación inversa entre la tasa de interés y la inversión, y, directa con el ahorro, con base en lo cual se postula que el ahorro antecede la inversión (teoría del ahorro *ex-ante*), el dinero es neutro y, la flexibilidad de la tasa de interés garantiza el equilibrio entre el ahorro y la inversión.

Una visión más específica que discute el funcionamiento del mercado de capitales se encuentra en la Hipótesis de Mercado Eficiente (HME). Entre otros, Fama (1992, 1970) supone que el mercado de capitales es un espacio que garantiza la libre movilidad de capitales, la información existente está disponible para todos los agentes y, además, es gratuita.² Ello garantiza que los precios de los títulos financieros sean de equilibrio, dada la información disponible. Desde esta perspectiva, el principal espacio de intermediación financiera tiene lugar en el mercado de capitales, cuya función es distribuir los escasos recursos financieros existentes, denominados ahorros (S) entre los proyectos de inversión (I) con mayores rendimientos, o sea, garantiza el financiamiento de la inversión en un nivel que maximiza el crecimiento económico, dados los recursos disponibles.

² La relajación de estos supuestos genera diferentes modelos de determinación de precios que se conocen como supermartingala o submartingala, véase LeRoy, 1973 y 1989.

Así, el espacio de determinación de los rendimientos de largo plazo (el inverso de la tasa de interés de largo plazo) tiene lugar en el mercado de capitales, donde convergen los agentes superavitarios y deficitarios que, mediante la compra y venta de títulos financieros, financian el capital productivo y valorizan el capital adelantado, repartiéndose las ganancias creadas en el sector real, entre los ahorradores y los empresarios, cuyos precios reflejan el valor fundamental, intrínseco, de los activos, o sea, el precio de los títulos financieros debe ser igual (o muy cercano) al valor de libros y las utilidades de las empresas. El arbitraje es perfecto. Ello implica que los cambios sucesivos de los precios de los títulos financieros son independientes a lo largo del tiempo y entre los activos, o sea, los precios actuales no están determinados por el pasado, ni el presente incide sobre el futuro. Por consiguiente las ganancias financieras son fortuitas y aleatorias.

Una segunda visión es postulada por el nuevo consenso clásico. Sus antecedentes se encuentran en Wicksell (1907), retomado por John Taylor (1993), y los modelos de relacionados a las políticas de objetivos inflacionarios. Wicksell argumentó que el banco central determina una tasa de interés monetaria que oscila, de manera acotada, alrededor de la tasa de interés natural (donde el ahorro se iguala a la inversión, a un nivel de pleno empleo). Ello implica que las fuerzas de mercado garantizan la convergencia de la tasa de interés monetaria con la tasa de interés natural. Desequilibrios entre la tasa interés monetaria y natural (por ejemplo, si la primera es menor que la segunda) incrementan la demanda de los créditos, se reducen las reservas del banco central, y aumenta la demanda efectiva, la cual provoca procesos acumulativos de precios, que el banco central toman en cuenta en la determinación de la tasa de interés.

Taylor (1993) formaliza una función de reacción del banco central. La tasa de interés monetaria, (i_t) es función de la inflación (π_t) la tasa natural (r^*_t) , donde se logra el pleno empleo de los factores productivos, dada los recursos existentes; la brecha inflacionaria que diferencia entre la inflación observada y un objetivo inflacionario (π^*_t) ; y, la brecha entre el producto observado (Y_t) y potencial (Y^*_t) . Este planteamiento se formaliza de la siguiente manera:

$$(1) i_t = \pi_t + r^*_t + \alpha\pi(\pi_t - \pi^*_t) + \alpha_y(Y_t - Y^*_t), \text{ donde } , \alpha_s > 0$$

Si

$$(1.1) \pi_t - \pi^*_t = 0 ; y,$$

$$(1.2) Y_t - Y^*_t = 0;$$

Entonces,

$$(1.3) i_t - \pi_t = r^*_t$$

Desde esta perspectiva, se supone que hay una correlación entre precios estables y crecimiento económico robusto; siendo sus principales limitantes la explicación del nivel de la inflación objetivo (que debe tener el menor valor posible), sin existir ninguna justificación teórica para esta aseveración (Smithin, 2007, Epstein y Yeldan, 2009:9); y, se descono-

ce el nivel de la tasa de interés natural y del producto potencial (Parguez y Seccareccia, 2000), Smithin, 2007). Además, se supone que el déficit fiscal debe ser igual (o cercano) a cero, para limitar las presiones inflacionarias (las cuales se suponen provienen de la demanda).

Svensson 1997 (véase Hufner, 2004, capítulo 2) introduce rezagos al análisis de los objetivos inflacionarios y señala que la inflación objetivo para el periodo siguiente (π_{t+1}) es función de la inflación del periodo próximo pasado π_t , determinado por la diferencia de los precios ($p_t - p_{t-1}$), el producto (en relación al producto potencial), una variable exógena (x) que refleja la tasa de interés de corto plazo, instrumento principal de la política monetaria del banco central (i_t) y una variable que representa choque externos ε .

$$(2.1) \pi_{t+1} = \pi_t + \alpha_1 y_t + \alpha_2 x_t + \varepsilon_{t+1}$$

Esta es una versión simple de la curva de Phillips que relaciona el objetivo inflacionario con sus propias variables rezagadas y la del producto.

A su vez, la brecha del producto (y_{t+1}) es una función simple de la curva IS que está determinada por el producto del periodo anterior (y_t) la tasa de interés monetaria (determinada por el banco central) menos las variaciones de precios (con efecto negativo) y se incluyen los shocks externos; la cual se representa a través de la siguiente ecuación, versión simple del equilibrio del mercado (IS).

$$(2.2) y_{t+1} = \beta_1 y_t - \beta_2 (i_t - \pi_t) + \beta_3 x_t + \eta_{t+1}$$

Finalmente, la tasa de interés

$$(2.3) x_{t+1} = \gamma x_t + \phi_{t+1}$$

A partir de las anteriores consideraciones se resalta que las políticas monetarias restrictivas (aumentos de la tasa de interés monetaria deducida la inflación) afectan negativamente a la brecha entre ingreso observado y potencial en el siguiente periodo (un rezago) y, dicha variable afecta negativamente a la inflación con dos periodos de rezago.

El tipo de cambio aparece cuando se realiza una análisis de economía abiertas. Ello es particularmente relevante para los países en desarrollo, con estructuras productivas altamente expuestas al sector externo³, en tanto determinan el efecto traspaso de la inflación internacional hacia los precios domésticos. Lafleche (1996) citada en Hufner (2004:26) señala que el tipo de cambio afecta a la inflación mediante dos vías. Una, es la vía directa, que relaciona las variaciones del tipo de cambio (devaluaciones) con mayores precios de bienes importados intermedios y finales, los cuales, a su vez, incrementan el índice de precios al consumidor, en periodos relativamente cortos, o sea, tiene lugar en el mismo periodo que ocurre la variación del tipo de cambio. El canal indirecto señala que la devaluación del tipo de cambio provoca un aumento de la producción de bienes domésticos importables (se reducen las importaciones) y sube la actividad exportadora. Ambas va-

³ Kregel (2002) señala que los países en desarrollo, particularmente de la región Latinoamericana se forman en un entorno de económicas abiertas.

riables tienen un impacto positivo sobre el empleo, suben los salarios y, también podrían incrementar los precios de los insumos importados, lo cual, en su conjunto, induce a un incremento de precios en el periodo siguiente. De manera inversa, la sobrevaluación reduce los precios de los bienes importados (insumos intermedios y bienes finales) en relación a los precios domésticos; y, por efecto sustitución, reduce la producción de los importables producidos nacionalmente y vuelve menos competitivas a las exportaciones.

El efecto del tipo de cambio sobre la inflación dependerá del componente de las importaciones (w), donde el primer término independiente, de la ecuación 3, corresponde a la inflación doméstica y, el segundo término está relacionado con el movimiento del tipo de cambio real (q).

$$(3) \omega_t^c = (1 - \omega)\pi_t + \omega(q_t - q_{t-1})$$

La tasa de interés, en una economía abierta está acotada por nuevas variables, donde se incluyen las expectativas presentes sobre el tipo de cambio nominal futuro (Es_{t+1}), la tasa de interés internacional (i_t^*), Svensson (citado en Hüffner, 2004) explica este mecanismo vía la paridad de la tasa de interés, expresada en la ecuación 4, donde se añade una prima de riesgo (ϕ).

$$(4) i_t = i_t^* + Es_{t+1} + \phi$$

Así, la evolución de los planteamientos sobre la relación de la tasa de interés, la demanda efectiva y el crecimiento económico tiene dos orígenes. Un punto de partida es el mercado de valores, donde se supone que los mecanismos de mercado por sí solos son capaces de generar una intermediación financiera eficiente (pleno empleo de los factores productivos), explicándose las variaciones de los precios (y los rendimientos) por choques externos. Otro punto de partida se encuentra en el banco central, que determina una tasa de interés monetaria tomando en cuenta el monto de la inflación existente menos la variación de los precios mercado, volviéndose relevante la tasa de interés monetaria en términos reales, con base en la brecha del producto y la brecha de la inflación, la cual, además, está influida por el tipo de cambio real, cuyo impacto está en función de la estructura productiva (componente importado en la producción y, especialmente, en las exportaciones). Por otro lado, señala que la tasa de interés está influida por la tasa de interés internacional y las expectativas de la tipo de cambio nominal.

Teoría heterodoxa

Esta corriente teórica está basada, en los planteamientos de Keynes y los Post Keynesianos, donde destaca Minsky y, la teoría de los circuitistas, donde destacan B. Moore, M. Seccareccia y M. Lavoie y L. P. Rochon, entre otros. Los consensos giran en torno a que la tasa de interés es una variable monetaria y, se rechaza la existencia de una tasa de interés natural (Smithin, 2007). Keynes y Minsky suponen que existen dos tasas de interés (de corto y largo plazos) las cuales tienen una relación inversa con la inversión; mientras los circuitistas y los teóricos alrededor de la financiarización, rechazan dicha conexión,

porque suponen que la tasa de interés es una variable distributiva, determinada por un ente exógeno, que es la banca central.

Desde la perspectiva de Keynes, la tasa de interés de corto plazo, determinada por la banca central, es asumida por la banca comercial que añade un margen (para contabilizar riesgos y las ganancias de las instituciones financieras). La incertidumbre (desconocimiento de lo que ocurre en periodos futuros) es una variable central que determina el comportamiento de los bancos, específicamente, las decisiones sobre el monto de los préstamos que están dispuestos a acomodar. El supuesto detrás de este señalamiento es que los bancos acomodan, dada una tasa de interés del banco central, los créditos demandados, siempre y cuando, los créditos otorgados anteriormente sean cancelados, reponiéndose constantemente el fondo revolvente de los bancos comerciales, véase Keynes, 1937.

La otra tasa de interés, de largo plazo, está determinada por la preferencia por la liquidez y la oferta monetaria (Keynes, 1936, capítulo 13 y 17). La incertidumbre se asocia a expectativas futuras de la tasa de interés, que incide sobre la transformación del ahorro *ex post* (generado por la inversión) en ahorro financiero o atesoramiento. Cuando dominan las expectativas negativas, variaciones de la tasa de interés no afectan el precio de los bonos, ni el gasto de la inversión. Un evento parecido tiene lugar cuando la tasa de interés es demasiado baja (y se espera que no pueda bajar más). Por consiguiente, las políticas monetarias expansivas son infectivas en periodos de expectativas negativas, acuñándose el término poco afortunado de preferencia absoluta por la liquidez.

Minsky también se refiere a dos tasas de interés, y supone que hay asimetría entre los flujos de ingresos y deudas. En relación al primer planteamiento, desde su perspectiva, existe una tasa de interés de corto plazo que la banca comercial cobra a los prestatarios, la cual está determinada por el grado de liquidez del mercado de capitales, que depende de la inflación financiera. Específicamente, a mayores precios de los títulos financieros, mayor generación de deudas, dada una tasa de interés, los cuales garantizan la endogeneidad de los créditos bancarios. Asimismo, las corporaciones pueden emitir deudas para otorgar liquidez a sus activos subyacentes. La banca central también determina una tasa de interés, la cual está en función de las expectativas inflacionarias de las autoridades monetarias.

Con respecto al segundo planteamiento, la asimetría entre el pago de las deudas y el flujo del ingreso induce a movimientos cíclicos que, en la fase ascendente incrementa las deudas por encima del ingreso, debido a la inflación de los títulos financieros, y tiene lugar una expansión productiva. Este ciclo se revierte cuando la tasa de apalancamiento incrementa por encima de un nivel normal, lo cual genera un aumento de la tasa de interés de la banca comercial y central, se reduce la acomodación de créditos, lo cual puede desembocar en una deflación de precios en el mercado financiero y puede desencadenar una recesión económica (Minsky, 1982).

Con base en lo anterior se puede señalar que el movimiento de la tasa de apalancamiento está asociado a una fase ascendente del ciclo, que se distingue por desplegar un proceso de inflación financiera. Es decir, las deudas crecen más rápido que el gasto de la inversión y la producción; la cual, contiene las semillas de la siguiente fase, que es descendente, con mayores tasas de interés, deflación del sistema financiero, menores volúmenes de créditos, ingreso y recesión económica.

El concepto de incertidumbre de la teoría de la preferencia por la liquidez, relacionado con el movimiento futuro de la tasa de interés, es reemplazado en la hipótesis de la inestabilidad financiera, por la desviación de la tasa de apalancamiento con respecto a un nivel normal.

La teoría del circuito monetario difiere del planteamiento de Minsky. Se supone que la tasa de interés dominante es la que determina el banco central, los bancos comerciales son tomadores de precios y añaden un margen de ganancias y una prima de riesgo. La tasa de interés de largo plazo está vinculada con las actividades del mercado de valores que, al igual que la tasa de interés de corto plazo, es una variable distributiva. Ninguna de las tasas de interés señaladas afecta directamente a la inversión o la producción porque la tasa de descuento no es igual a la tasa de interés, e incluso pueden tener movimientos contrarios;⁴ por consiguiente los movimientos de la tasa de interés de corto plazo sólo afectan a la brecha entre la tasa de descuento y la tasa de interés.

La particularidad de los circuitistas es que el dinero es estructuralmente no neutro, porque la demanda de créditos está relacionada con la ampliación de la producción y la inversión (no hay consenso con respecto a esta última variable), los cuales se acomodan, sólo si los prestatarios y los proyectos son solventes, o sea generan suficiente rendimientos para cubrir los intereses. En este contexto habría que resaltar que los créditos están intrínsecamente relacionados con la producción, o sea, no deberían canalizarse a actividades que generan ganancias financieras.

Los circuitistas rechazan la asimetría temporal entre el gasto y el ingreso porque se supone que los créditos inducen a una ampliación de la producción, el ingreso y las ganancias; por consiguiente, las empresas tienen la capacidad de cancelar sus avances crediticios en el mismo periodo que éstos se crean (Lavoie y Seccareccia, 2001, Toporowski, 2008, Levy, 2010), por tanto, no debería haber un aumento de la tasa de apalancamiento.

En este contexto la especulación tiene características diferentes. Está relacionada a la solvencia de los prestatarios que es afectada por aspectos micro y macroeconómicos (Rochon, 2006). Los aspectos micro se deben a que las corporaciones no logran sus objetivos de rendimientos por errores técnicos o gerenciales en el planteamiento de los proyectos, mala administración de las empresas e, inadecuada supervisión de las empresas o, decisiones incorrectas, por parte de los banqueros, en la determinación de los créditos. Todos estos elementos afectan a determinados prestatarios, independientemente del ciclo económico, y a exceso de créditos en relación a las reservas bancarias. Específicamente, la incertidumbre microeconómica está basada en la posibilidad de que los prestatarios no generen las ganancias esperadas y, por tanto, no puedan pagar las deudas pendientes.

Los elementos de incertidumbre macroeconómica están conectados a las previsiones futuras de la demanda efectiva, el desconocimiento del precio futuro de la tasa de interés, variable determinada por el banco central (Rochon, 2006) o, algún elemento macroeconómico relacionado con los ciclos económicos. Hay un incumplimiento de deudas por variaciones de las condiciones macroeconómicas (demanda y tasa de interés, desarrollos tecnológicos) que afecta al conjunto de las corporaciones.

⁴ Davidson 1978 (citada en Levy, 2001: 6) ofrece una explicación alternativa sobre la débil relación entre la tasa de interés y la inversión. Desde la perspectiva de este autor, la tasa de descuento es función de la tasa de interés y una prima por incertidumbre, la cual no necesariamente varía en la misma dirección de la tasa de interés.

El espíritu de Keynes sobre el desconocimiento del futuro que modifican el curso de la economía se relaciona con las decisiones sobre el curso de la demanda efectiva y los costos, donde tiene un papel importante las decisiones de la banca central sobre la tasa de interés monetaria.

Desde esta perspectiva, la tasa de interés depende “de las técnicas de la política monetaria, la sensibilidad del comportamiento económico a las variaciones de la tasa de interés, el grado de la apertura económica, el grado de movilidad del capital, la extensión que el banco central está dispuesto a permitir, la fluctuación de las reservas internacionales y del tipo de cambio, la tasa esperada de inflación doméstica e internacional, la voluntad del gobierno de regular e imponer controles a la economía y, la extensión de coordinación de política entre los gobiernos”, Moore (1988: 266). Éste mismo autor refuerza este planteamiento, señalando que “la determinación de la tasa de interés, determinada por la banca, depende de factores de demanda (estado futuro de la economía), la respuesta del sistema a variaciones de la tasa de interés, los objetivos del gobierno (pleno empleo, estabilidad de precios, crecimiento, balance de pagos, términos de intercambio, tipos de cambio factores distributivos); el impacto de las variaciones de la tasa de interés en la viabilidad del sistema financiero, prosperidad y liquidez; en democracia se debe evaluar el impacto de las variaciones de la tasa de interés en la imagen del partido gobernante, especialmente si hay elecciones” (Moore, 1989: 487). O sea, la tasa de interés no está relacionada directa ni únicamente con la demanda y la oferta crediticia.

Si el incremento de la tasa de interés no está determinada por las crecientes deudas relacionadas a la producción, debe responderse cuáles son los factores que explican los incrementos de precios. Toporowski (2000) señala que la inflación en el mercado financiero tiene lugar cuando los precios de los instrumentos financieros se encuentran por encima del valor de libros de las empresas y, de las utilidades, porque el flujo de los capitales hacia el mercado valores es mayor que la salida de estos. Contrariamente a la Hipótesis de Mercados Eficientes, los precios de los instrumentos financieros dependen de precios de periodos anteriores y, determina los precios futuros, existiendo puntos de quiebre que cambian los precios de los títulos de los precios financieros.

La particularidad de las fases expansivas impulsadas por la inflación financiera es que el crecimiento económico no está sustentado en el gasto de inversión sino en actividades productivas cuyos activos subyacentes están sujetos a la bursatilización y, son altamente sensibles a las variaciones de los precios de los títulos financieros (créditos hipotecarios y tarjetas de crédito), los cuales, sólo distribuyen los rendimientos existentes entre los tenedores de los títulos financieros y los no tenedores de éstos títulos (factores de productivos que no remunerados con títulos financieros-asalariados).

Bajo estas condiciones, los ciclos expansivos tienen lugar cuando son favorables las condiciones de valorización del capital financiero, destacándose la estabilidad de los precios de los bienes y servicios y, de los tipos de cambios. Estas condiciones permiten garantizar el poder adquisitivo del capital financiero. Nótese, el tipo de cambio puede modificar los precios de los bienes y las mercancías, especialmente si no existe arbitraje perfecto, y afectar el valor real de la riqueza financiera. La teoría heterodoxa no se destaca por destinar un apartado especial de la discusión al efecto del tipo de cambio porque supone no hay distorsiones en los precios (Lavoie, 2001).

A lo largo de la historia, el auge del mercado de valores generalmente está relacionado a caídas de los rendimientos productivos que intentaron ser neutralizadas por cambios institucionales que crean ganancias financieras. Específicamente, la profundización financiera no está ligada al crecimiento económico, sino al aumento de las ganancias financieras, que se redistribuyen en favor de los tendedores de acciones, los cuales están asociados al flujo de capital neto al mercado de valores, acompañado de un aumento y velocidad de los títulos (*turnover*), inducidos por las nuevas instituciones financieras. En el periodo de financiarización aparecieron los fondos de pensiones, compañías de seguros y, a su vez, se modificó el comportamiento del sector bancario y sector financiero no bancario, acumulándose grandes montos de ahorro, cuyo objetivo fue valorizarse en el mercado de capitales, mediante la compra de instrumentos financieros cuyos precios están en ascenso. Este proceso se revierte, cuando se reduce el flujo de capital neto al mercado de capitales, cae la demanda de títulos financieros, abriéndose una fase de deflación financiera y recesión económica. Las causas de la inflación y deflación financiera se encuentran en la caída de los rendimientos del sector productivo (Minsky, 1964) y, los cambios institucionales, que canalizaron a los mercados financieros mayores entradas de flujos de capital en relación a la salida de flujos, lo cual, tiene un punto de quiebre.

Políticas monetarias en México:

Tasas de interés, demanda efectiva y crecimiento económico

El cambio de modelo de acumulación y la política económica neoliberal, formalmente, inició, en 1983, teniendo como objetivo central el control de la inflación. Empero, sólo hasta 1988, cuando se impuso la política de “pactos” y “bandas cambiarias”; se incluyó de manera explícita el control de la inflación, a través de la fijación de bandas de flotación y desliz cambiarios pre-determinados; o sea, el tipo de cambio ancló los precios domésticos. Esta política fue acompañada del control de precios básicos donde destacan los salarios y los precios del sector público (gasolina, electricidad, gas). El banco central intervino en el mercado cambiario, mediante variaciones de la tasa de interés que influyeron sobre la entrada y salida de flujos de capital extranjero. La devaluación de 1994 mostró la ineffectividad del control (limitado) del tipo de cambio, bajo condiciones de apertura económica y, especialmente, en un contexto fuertes movimientos del capital entre los mercados financieros.

La política de control de la inflación vía “metas inflacionarias” (inflation targeting), en México, tiene sus antecedentes en la autonomía del banco central (puesta en marcha en enero 1994). Uno de sus objetivos fue garantizar el equilibrio fiscal⁵ y que el banco central determinara (independiente de las decisiones gubernamentales) el monto del crédito interno neto.

La autonomía del banco central fue seguida por la imposición de un régimen cambiario de libre flotación (resultado de la devaluación de 1994 y la posterior crisis financiera

⁵ El equilibrio de las cuentas del sector público se logran en la cuenta pública primaria, donde no se considera el pago de intereses ni los requerimientos financieros especiales del sector público, o sea, no incluyen los rescates bancarios.

y económica de 1995) que se convirtió en el ancla nominal de los precios. En la primera fase de las metas inflacionarias, las autoridades monetarias consideraron que no era aconsejable adoptar como instrumento de política monetaria una tasa de interés nominal, como ocurre en los países con baja inflación (por ejemplo Estados Unidos, Canadá, Australia y Japón). Entre 1995 y 1997 se abrió un periodo de política monetaria de transición: “Las acciones de política monetaria estuvieron dirigidas a restablecer condiciones ordenadas en los mercados financieros y contener las presiones inflacionarias en la economía”, Banco de México (2009:5). En el periodo 1998-2000, la banca central empezó a publicar metas de inflación para cada año, las cuales intentaron ser controladas mediante la regulación de los agregados monetarios. En 2001, se adoptó de manera formal el esquema de “metas de inflación” vía la tasa de interés, determinándose en 2008, un piso mínimo a la tasa de interés a través la tasa de interés de fondeo.

Los objetivos inflacionarios que se impusieron a través de los saldos acumulados y “cortos” se desplegaron a través de la tasa de los CETES a 91 días que, en caso de sobregiros (diarios o mensuales) en el banco central, tenían una penalización “del doble más uno” de Cetes a 91 días. En 2008 se reemplazó por una tasa de interés objetivo.

A fin de determinar si las políticas de control de inflación, mediante metas inflacionarias, lograron su cometido, se analiza la evolución de la inflación, considerando las metas inflacionarias y el efecto traspaso de la inflación; seguido por una revisión de la brecha inflacionaria, la inflación (anualizada), la tasa de interés y el tipo de cambio (en ambas variables descontadas la inflación). Finalmente se discute la evolución de la tasa de interés, el tipo de cambio y la brecha del producto.

La evolución de la inflación a lo largo de todo el periodo tiene una tendencia hacia la baja (gráfica 1) que logró alcanzar los objetivos inflacionarios de la política monetaria hacia final del periodo, o sea, esta política podría caracterizarse como exitosa, observándose varias fases. Entre 1990 y 1994 la inflación mensual tiene una reducción significativa, interrumpida por la devaluación de 1994, que generó aumentos del índice de precios por encima de 50%. A partir de ese periodo hay una reducción constante y paulatina de la inflación guiada por las metas inflacionarias que comunica la autoridad monetaria y, en 2002, por el despliegue de “metas inflacionarias.

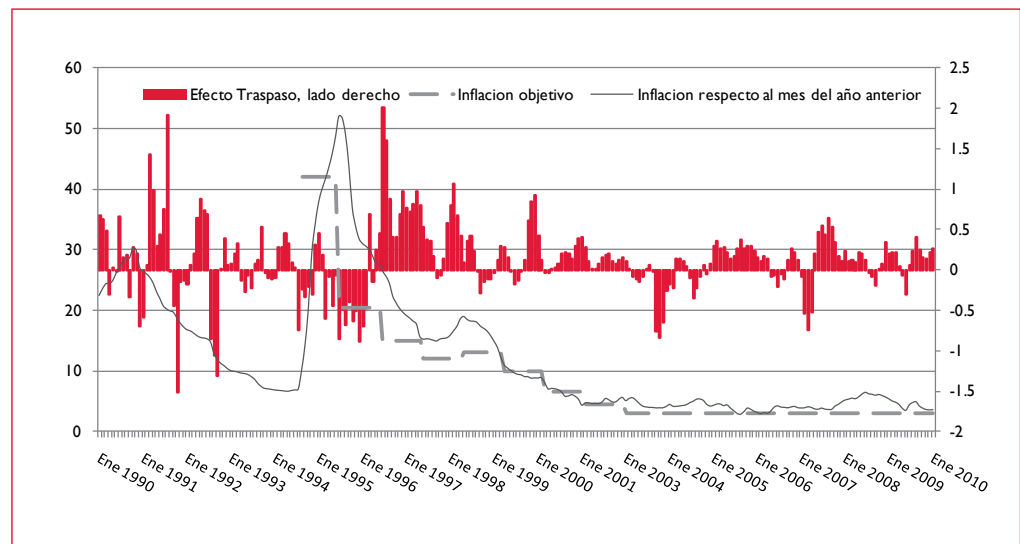
Otro objetivo de la políticas de “metas inflacionarias” es reducir el efecto traspaso, que mide la diferencia entre el incremento del precios al consumidor y el productor. Siguiendo la metodología de Ampudia 2009 sobre la medición del efecto traspaso, encontramos que en el periodo anterior a la política de metas inflacionarias dominó un alto efecto traspaso (la inflación medida por el índice de precios al consumo fue mayor que el índice de precios al productor). Ello provocó que los consumidores asumieran los incrementos de los precios (provenientes de choques internos o externos) pudiéndose suponer que la ganancias de las empresas se mantuvieron relativamente constante.

Estas observaciones se modifican en el periodo de políticas de “metas inflacionarias”, véase gráfica 1, teniendo lugar una reducción del efecto traspaso, lo cual pudiera hacer suponer que los empresarios asumen partes de los costos de dichas perturbaciones; o sea, estos resultados también indicarían que fue exitosa la política monetaria con relación al efecto traspaso.

Sin embargo, un análisis más detallado del efecto traspaso indica que su reducción está relacionado a una caída de los ingresos salariales (salarios y prestaciones) que in-

cluyen no sólo a las clases sociales de bajo ingresos, sino también a los trabajadores calificados (especializados con educación técnica o universitaria), excluyendo al sector gerencial y tendedores de activos financieros, cuyo ingreso depende de la evolución del valor de las acciones que se maximizan en el periodo de dominación del capital financiero. O sea, se repite el mismo comportamiento de los países industriales, donde se genera una redistribución del ingreso en contra de los asalariados, independientemente si los trabajadores son técnicos de la producción (calificados) o, no calificados (véase Mott, 2010). Por consiguiente, la reducción del efecto de traspaso no fue un logro de las políticas de “metas inflacionarias”, sino un resultado de la reducción de la demanda efectiva doméstica, o sea, fue producto de la redistribución del ingreso en contra de los asalariados. Este proceso, como veremos más adelante, no es contrarrestado por crecientes créditos, tal como sucedió en los países desarrollados.

Gráfica 1
México: tendencia de la
inflación, inflación objetivo
y efecto traspaso
1990-2010
(porcentaje)



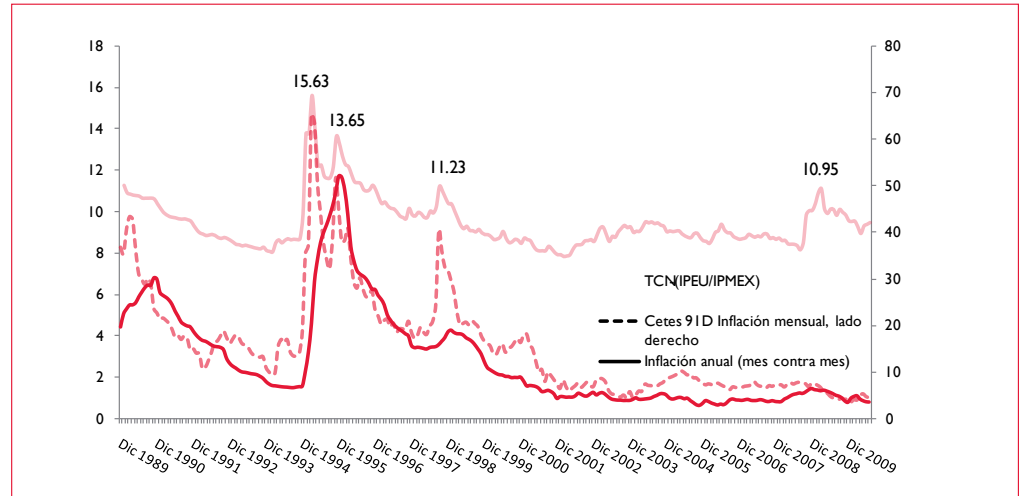
Fuente: elaboración propia con base en información de Banco de México.

Un segundo grupo de variables sujetos a discusión son la relación entre la inflación anual, el instrumento de la política monetaria (tasa de Cetes, 91 días, en términos reales) y, el tipo de cambio en términos reales (medido por el tipo de cambio nominal de los pesos por dólar y multiplicado por la relación índice de precios de Estados Unidos y México). Estas variables muestran una relación estrecha entre la devaluación, aumentos de la tasa de interés y, la creciente inflación, véase gráfica 2. Específicamente, las devaluaciones fueron seguidas por políticas monetarias restrictivas, desplegadas vía drásticos aumentos en la tasa de interés, cuyos motivos fueron restablecer los rendimientos del sector bancario sin poder revertir las salidas de capital extranjero, en tanto, en periodo de crisis, dichos flujos se vuelven perfectamente inelásticos a las variaciones de la tasa de interés (Díaz, Alejandro, 1985). Sin embargo, en los años de la década de 2000, se debilitó la relación entre la inflación, la tasa de interés y, el tipo de cambio. La tasa de interés redujo sus oscilaciones, mostrando una tendencia hacia la baja y, la depreciación del tipo de cambio (2008) no desató un proceso inflacionario. De hecho, la devaluación del 2008 fue resultado de una caída del influjo de capital externo (menores remesas, caída de los volúmenes de inversión extranjera de portafolios y directa y, menores volúmenes de exportaciones), lo cual redujo

la actividad económica, desplegándose una recesión económica sin crisis financiera; específicamente cayó el empleo y los salarios. En ese periodo, se volvió evidente que la función de reacción del banco central en la determinación de la tasa de interés está altamente relacionado con la evolución de las tasas de interés internacionales y las expectativas de la evolución del tipo de cambio nominal, ésta última, en dicho periodo, a la baja.

Gráfica 2

México: tasas de interés, tipo de cambio e, inflación 1989-2009 (porcentaje)



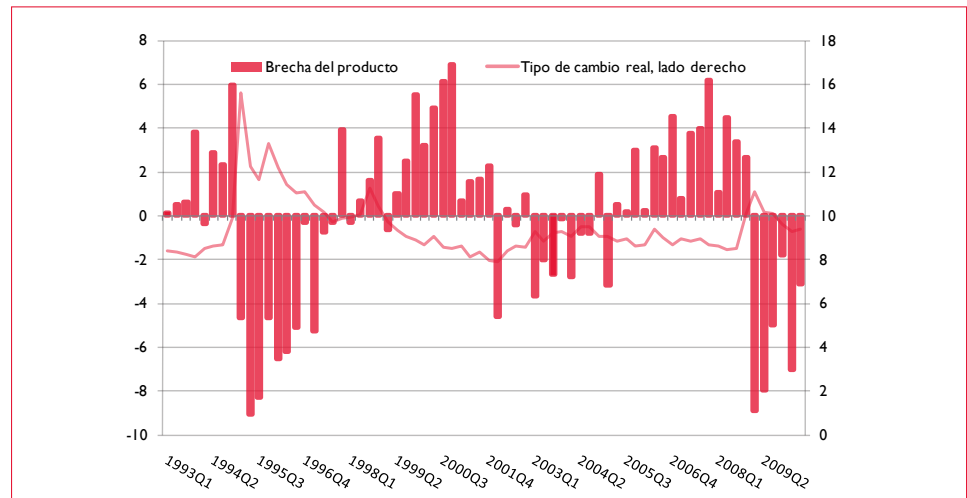
Fuente: elaboración propia, con base en información de Banco de México.

Un tercer conjunto de variables que se analizan es el comportamiento de la brecha del producto, el tipo de cambio, y la tasa de interés. La brecha del producto y el tipo de cambio se supone tiene una relación indirecta, o sea, incrementos en el tipo de cambio (devaluaciones) incrementan el ingreso observado con respecto al ingreso potencial, pudiendo volver positiva (o, menos negativa) la brecha del producto. Inversamente, reducciones del tipo de cambio (revaluación cambiaria) inducen a una reducción de la actividad económica, que vuelve negativa la brecha del producto. Empero, el comportamiento de estas variables, no tuvo dicha evolución (gráfica 3.1). Las devaluaciones fueron acompañadas por brechas negativas del producto y, las apreciaciones, por mayor actividad económica (brecha positiva); no obstante que las exportaciones, desde 1994, se convirtieron en el motor del crecimiento económico.

Gráfica 3.1

México: brecha del producto y tipo de cambio real 1993-2009 (porcentaje)

ECONOMIAUNAM vol. 9 núm. 25



Fuente: elaboración propia, con base en información de Banco de México.

Con base en lo anterior se puede delinear las siguientes tendencias. Primero, es muy débil el efecto indirecto del tipo de cambio (señalado por Lafleche, citado en Hüfner) (2004), lo cual se debe a un débil encadenamiento productivo de la economía mexicana, porque la producción y, especialmente, las exportaciones, tienen alto contenido importado. Segundo, la revaluación del tipo de cambio no es garantía de mayor crecimiento económico, en tanto, la demanda depende de fuentes externas (las exportaciones son el gasto dinámico de la economía). Ello provoca que recesiones mundiales apaguen los motores de la economía de los países en desarrollo, sin poder revertir la demanda doméstica, o sea, aumentó la dependencia externa, en vez de reducirse, debilitándose las bases del crecimiento endógeno construidas en el periodo de sustitución de importaciones, el cual, no habían terminado de desarrollarse (véase Fajnzylber, 1983).

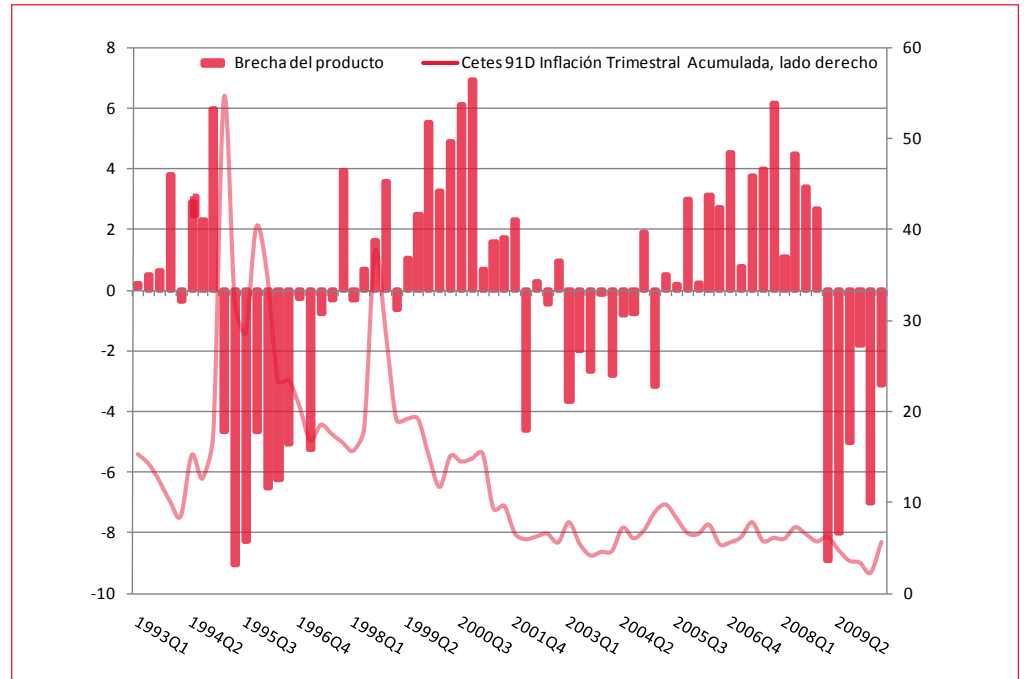
Por consiguiente, el crecimiento económico sobre la base de un tipo de cambio sobreevaluado puede ser estable, siempre y cuando no varíe el tipo de cambio, aunque generador de bajo crecimiento económico, porque traspasa las ventajas comparativas de procesos productivos especializados con alto valor agregado a sectores intensivos en trabajo, con bajos salarios. La vulnerabilidad de las economías altamente expuestas al mercado mundial (México) se incrementó bajo las actuales condiciones del ordenamiento internacional, en tanto, se fortaleció la estrategia competitiva con base en menores salarios, que reducen la inflación en países desarrollados, no obstante limitan el mercado interno en los países en desarrollo. Adicionalmente, este modelo neutralizó la fuente autónoma de crecimiento de los países en desarrollo (déficit público), en tanto, éste déficit es considerado inflacionario, o sea, atenta contra las propias bases del modelo, que es la estabilidad del poder de compra y, mantiene estable la riqueza financiera a través de la estabilidad del tipo de cambio.

Antes de discutir la relación de la tasa de interés y la brecha del producto es necesario advertir que la variable relevante para el crecimiento económico es la tasa de interés activa, la cual, en el periodo de dominación del capital financiero, tiene variaciones que no se reflejan en la tasa de interés que determina la banca central porque las comisiones se vuelven una parte muy importante del ingreso bancario y, los márgenes financieros crecen aceleradamente. Sin embargo, a partir de enero de 2004, apareció información sobre el costo total anual (CAT)⁶ para los créditos hipotecarios y las tarjetas de crédito, que pequeñas y micro empresas utilizan para financiar su actividad productiva, véase Banco de México, cuadro CF471 (resultados de la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio). A partir de los datos publicados por el Banco de México, entre los años 2004 y 2009, el CAT de los tarjetas bancarias tiene una media que oscila alrededor de 34.7%, 4.4 veces mayor que la tasa de CETES a 91 días, cuya media apenas alcanza 7.6%. A su vez, el coeficiente de variabilidad (desviación estándar entre la media) del CAT y, la diferencia entre el CAT y la tasa de interés activa para el crédito al consumo de las tarjetas de créditos es comparativamente muy reducida en relación a la tasa de CETES de 91 días (0.09 y 0.16, respectivamente). En otras palabras, el CAT es relativamente alto con relación a la tasa de los CETES y, las variaciones del CAT no son afectadas por las variaciones de la tasa de los CETES. En otras palabras, los bancos determinan sus tasas de interés activas independientemente de sus costos.

⁶ El CAT es el costo anual total de financiamiento expresado en términos porcentuales anuales que, para fines informativos y de comparación, incorpora la totalidad de los costos y gastos inherentes a los créditos, véase Banco de México, circular 21, 2009.

La relación de la brecha del producto y la tasa de interés que determina el banco central tiene dos periodos (véase gráfica 3.2). En los primeros años de la década de 1990, hay una relación positiva entre bajas tasas de interés y la brecha del producto. Después de las devaluaciones del tipo de cambio real (1994 y 1998) cae la tasa de crecimiento del producto, volviéndose negativa la brecha del producto, mientras que en la década siguiente, las tasas de interés tuvieron una tendencia descendente acompañado por brechas negativas y positivas, lo cual indicaría que no habría una conexión robusta entre dichas variables, siendo más fuerte la conexión entre la tasa de los Cetes (en términos reales) el tipo de cambio (en términos reales) y la inflación.

Gráfica 3.2
México: brecha del producto y las tasa de interés real 1993-2009 (porcentaje)



Fuente: elaboración propia con base en información del Banco de México.

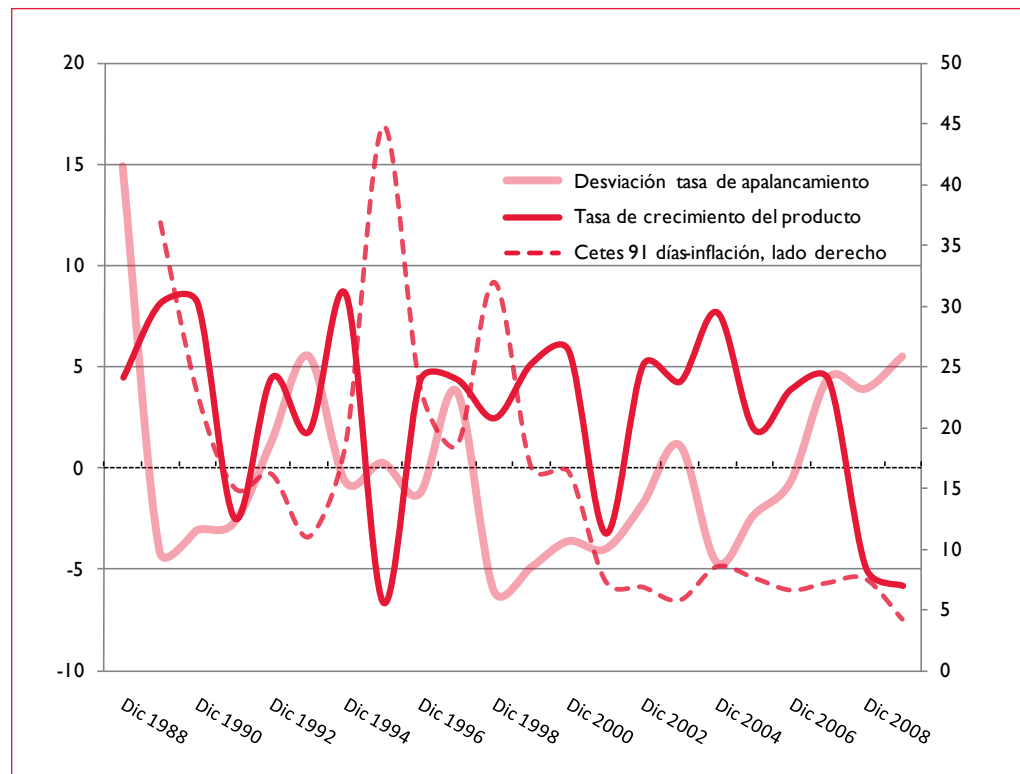
Nuestra siguiente interrogante es analizar las propuestas de las teorías heterodoxas, entre las que se encuentran los planteamientos de Keynes, Minsky y los circuitistas, desarrollados anteriormente. Específicamente, determinar si existe una relación inversa entre la tasa de interés y la inversión (producción) que se explica por la preferencia de la liquidez que induce a fuertes expectativas sobre la variación futura de la tasa de interés que afecta la conversión de deudas de corto en largo plazo; o, aumentos de la tasa de interés de corto plazo determinada por el banco central que incrementaría el costo del crédito (o reduce la brecha entre los rendimientos y el costo del préstamos) con un efecto negativo sobre la evolución de la producción. Minsky respalda dicha relación inversa, la cual, empero, se debe a incrementos en la tasa de apalancamiento, vía innovaciones financieras, que ocurren cuando la tasa de interés es relativamente reducida. Una propuesta alternativa es ofrecida por los circuitistas que señalan la demanda de crédito solventes (referido a los prestatarios y los proyectos) es la base del crecimiento o el decrecimiento de la actividad económica. Desde esta perspectiva, la tasa de interés es una variable administrada y no tiene efecto sobre el gasto de la producción y la inversión, siempre que existan una amplia brecha entre los costos de los préstamos (tasa de interés activa) y los rendimientos productivos.

La relación entre la tasa de interés y el producto, que se presenta en la gráfica 3.2, no muestra una relación robusta indirecta entre dichas variables. Este planteamiento es absolutamente coherente con las propuestas de Keynes, el cual advirtió que el movimiento de la tasa de interés de largo plazo no tiene efectos sobre la producción, en un entorno de fuertes movimientos de capital, véase Keynes, 1936, capítulo XII. Entonces, la no correspondencia entre dichas variables no reafirma ni cuestiona la teoría, por la creciente especulación que se observa en el mercado internacional y, específicamente, en el mercado financiero mexicano.

La segunda relación que se analiza es la desviación de la tasa de apalancamiento con respecto a un nivel normal, el comportamiento de la tasa de interés y el crecimiento económico. La primera variable se mide a través de los agregados monetarios amplios menos los altamente líquidos (M4-M1) deflactados, con respecto PIB y, la desviación respecto a una tasa normal se calcula a través de la diferencia entre los valores actuales y ajustados por una regresión. Si estos valores son positivos, se incrementa la tasa de apalancamiento sobre un nivel normal, generando incertidumbre en los bancos. Con base en la gráfica 4, pueden suponerse crecientes niveles de apalancamiento (con una tendencia ascendente que se convierten en valores positivos) no siempre son seguidos por mayores tasas de interés, medidas a través de la tasa de los CETES a 91 días menos la inflación. A su vez, tampoco se encuentra una relación estrecha entre la tasa de crecimiento del producto y la tendencia ascendente de la desviación de la tasa de apalancamiento.

Gráfica 4

Variación de la tasa de apalancamiento, tasa de crecimiento del producto y tasa de interés real 1988-2008 (porcentaje)

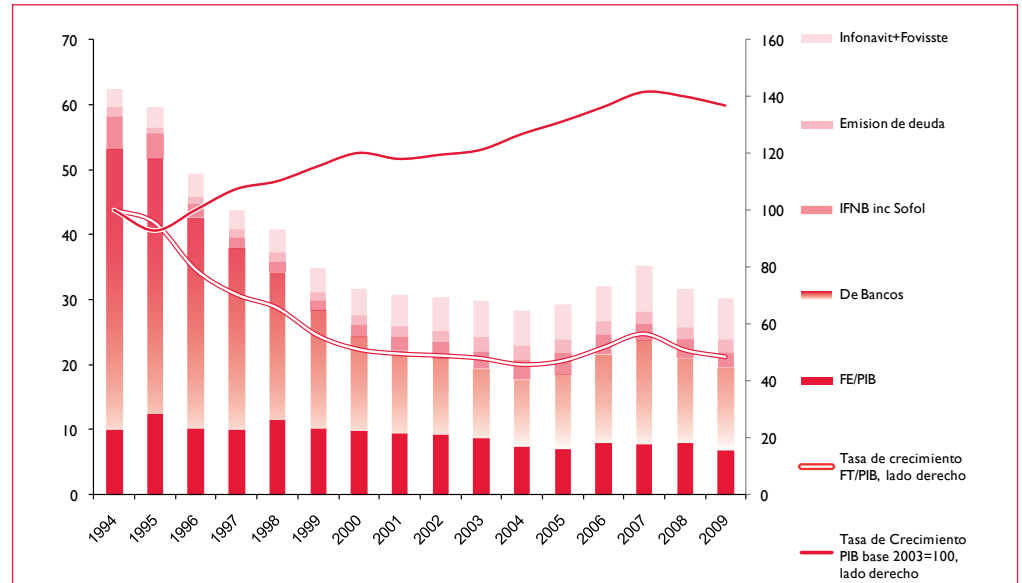


Fuente: elaboración propia con base en información del Banco de México.

La relación entre la tasa de crecimiento del coeficiente del financiamiento al sector privado no financiero con respecto al PIB muestra una tendencia a la baja, gráfica 5. Ello implica

que, entre 1994 a 2009, cayó el monto de financiamiento con respecto al producto, particularmente la creación de créditos bancarios, sin que la entrada de flujo de capitales por la apertura del sector financiero o, por la creación de nuevas instituciones financieras e, innovaciones financieras provenientes del mercado financiero internacional o domestico pudieran revertir la caída de la emisión de créditos bancarios. La única fuente de financiamiento que incrementó su participación en el total, provino de instituciones financieras semipúblicas (IMSS-ISSSTE) que, por decisiones políticas, incrementaron el financiamiento de la vivienda, avalado por créditos del sector público, sin estar acompañado de operaciones de bursatilización. O sea, no hubo un *boom* crediticio.

Gráfica 5
México: evolución del financiamiento (según fuentes) y tasa de crecimiento del producto 1994-2009 (porcentaje)



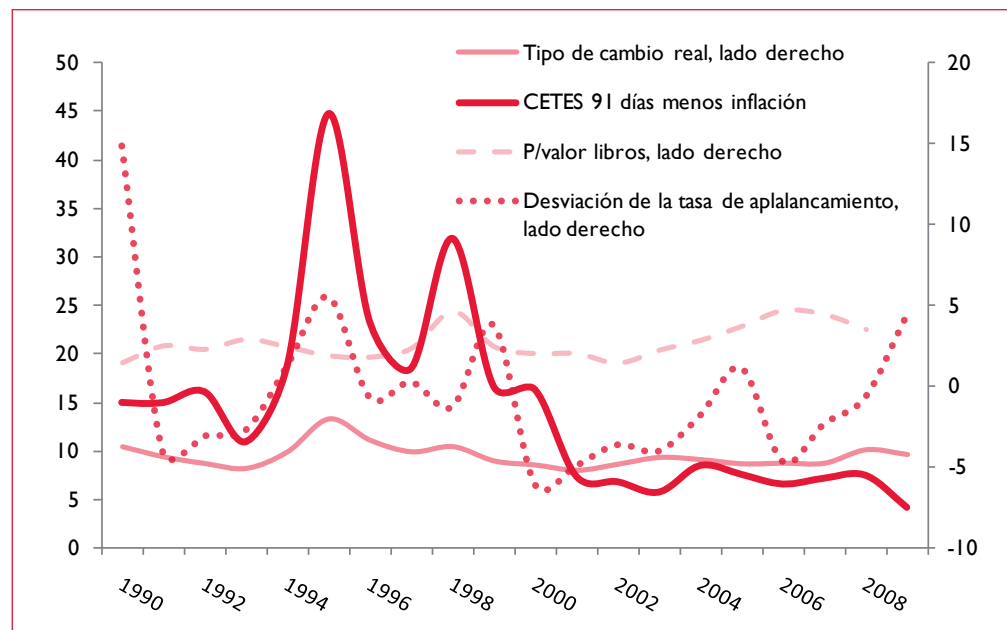
Fuente: elaboración propia con base en información del Banco de México.

Una explicación sobre la caída del financiamiento es la reducción de la demanda de créditos de agentes solventes. Los principales demandantes de los bancos son las empresas micro, pequeñas y medianas, en tanto las grandes corporaciones tiene acceso al financiamiento del mercado internacional, cuyo costo es menor, porque dichas economías no están sujetas de riesgo cambiario. Por consiguiente, tienen lugar restricciones crediticias, o sea, los créditos no se emiten por la baja solvencia de los prestatarios y, el entorno negativo de la economía domestica, que se caracteriza por una reducción de los ingresos salariales en el valor agregado y un estancamiento del gasto de la inversión. Además, surgieron nuevas formas de financiamiento a las empresas, particularmente, el crédito intra-empresarial (provenientes de las matrices) y el financiamiento de proveedores. En este contexto, el crecimiento económico es resultado de valor agregado generado por las exportaciones, con una importante participación de las exportaciones petroleras, cuyo precio aumentó significativamente en los primeros años de la década del 2000.

Una última discusión proveniente del planteamiento de los heterodoxos es la relación de la tasa de interés, el tipo de cambio real y la inflación financiera, observándose un elemento novedoso en los países en desarrollo. La relación precio de mercado a valor libros (refleja las ganancias financieras en el mercado de valores) tiene una tendencia ascendente, aunque con algunas caídas, pese al reducido tamaño de su mercado de

capitales y la baja rotación de los títulos financieros. Segundo, el tipo de cambio real tiene una evolución inversa al coeficiente precios a valor en libros, lo cual indicaría que apreciaciones cambiarias están acompañadas por ganancias financieras. No se observa una relación muy estrecha entre la tasa de interés y las ganancias financieras, porque ésta última variable está determinada por las expectativas futuras y la confianza del capital extranjero sobre el mercado domestico financiero domestico. La desviación de la tasa de apalancamiento con respecto a su nivel normal indica que cuando esta variable tiene un movimiento ascendente (incrementa la profundización financiera) hay un efecto positivo sobre las ganancias financieras.

Gráfica 6
Inflación financiera,
tipo de cambio real y
apalancamiento
1990-2009
(porcentaje)



Fuente: elaboración propia con base en información del Banco de México.

Conclusiones

La teoría económica no tiene una explicación única sobre el papel de la tasa de interés en el crecimiento económico, aunque hay consensos sobre la existencia de una tasa de interés que es determinada por la banca central, o sea, el dinero es endógeno y, la tasa de interés del banco central puede incidir en la distribución del ingreso

Los disensos están relacionados con la existencia de una tasa de interés natural y un ingreso potencial, lo cual implica que el dinero es neutro, o sea, que las deudas no puede modificar el curso de la economía: y, que las capacidades productivas sean fijas después de ciertos límites, desconociéndose el efecto de las innovaciones tecnológicas sobre el crecimiento del producto.

A nivel general se puede señalar que existen dos grandes explicaciones sobre el impacto de la tasa de interés en la demanda efectiva y el crecimiento económico. La teoría dominante cuyas raíces se encuentran en el planteamiento que la tasa de interés es real y, que el financiamiento es resultado de la intermediación en el mercado de capitales, donde se determina una tasa interés de equilibrio que iguala la inversión y el ahorro, con pleno

empleo de los factores productivos. Este planteamiento es desarrollado por la Hipótesis de Mercados Eficientes. Una segunda versión que introduce activamente el funcionamiento de la banca central y de los bancos comerciales, señala que el banco central determina las tasas de interés, con base en una función de reacción, donde aparece la tasa de interés real y las brechas inflacionarias y productivas, como principales determinantes de la tasa de interés del banco central. El tipo de cambio tiene un papel central, cuando se abren las economías en la función de reacción del banco central, dependiendo del grado de dependencia externa (importaciones-exportaciones) de las estructuras productivas. Así, la tasa de interés está en función de la tasa de internacional y las expectativas del tipo de cambio nominal.

Las políticas de “metas inflacionarias” aparentemente fueron exitosas en tanto descendió la inflación (a los niveles de las “metas inflacionarias”) y, se redujo el efecto traspaso, empero, estos logros se debieron a una distribución del ingreso a favor de los tenedores de activos financieros, que incluye a los gerentes y administradores de los grandes consorcios internacionales y, una caída de ingresos salariales en el valor agregado.

El impacto de la política monetaria sobre la inflación no es claro. Se advierte una relación entre las devaluaciones y la tasa de interés con un fuerte efecto sobre la inflación. Nótese, el incremento de la tasa de interés en 1995, después de la crisis devaluatoria mexicana, tiene como objetivo incrementar las ganancias de las instituciones bancarias fuertemente afectadas por la crisis financiera originada por las devaluaciones de 1994. Estas relaciones se modifican en la primera década del siglo XXI, en tanto, el crecimiento económico está en función de los flujos de capital vía ingresos de divisas por exportaciones, remesas, inversión extranjera directa y de portafolio, en tanto, las devaluaciones generan una parálisis económica más que proporcional, dominando el efecto directo del incremento del tipo de cambio real. Hay una relación fuerte entre la sobrevaluación del tipo de cambio y el crecimiento económico, lo cual, induce a un crecimiento altamente inestable, determinado por factores exógenos de la economía.

El análisis heterodoxo está constituido sobre la base que el dinero es endógeno y no neutral, o sea, la política monetaria puede incidir sobre el curso de la actividad económica. La gran divergencia al interior de este planteamiento teórico es cómo debe desplegarse la política monetaria ó, que factores modifican la actividad económica. Es la preferencia sobre la liquidez postulado por Keynes, la Hipótesis de Inestabilidad Financiera, planteada por Minsky o, la canalización de créditos a sectores productivos que generan ganancias. Desde la política heterodoxa la política monetaria debe descansar sobre este último principio, acompañada de políticas de liquidez para los bancos, con fuertes regulaciones para garantizar la solvencia de los agentes y proyectos, limitando los créditos a los sectores financieros (compra de títulos financieros, financiamiento para mantener altos los títulos financieros).

No hay una relación clara entre la evolución de la tasa de interés y el producto. El crecimiento de la deuda no está muy correlacionado con la tasa de crecimiento del producto, ni con las tasas de CETES a 91 días, más bien está relacionado a las ganancias financieras, en tanto las deudas tienen la función de garantizar liquidez.

La evolución del financiamiento al sector productivo no financiero con respecto al producto es interesante. Encontramos que se redujo drásticamente el monto de financiamiento en relación al producto. Ello es explicado por la transformación de la economía

mexicana; específicamente, tuvo lugar una distribución del ingreso a favor de los tenedores de acciones que tuvieron la particularidad de ser mayoritariamente extranjeros, generando una gran salida de rendimientos fuera de la economía mexicana. Así, la caída de crecimiento económico se explica por una redistribución desigual del ingreso que redujo la demanda efectiva y, construyó el mercado interno. El incremento de la actividad exportadora sobre la base maquilas, estancó el crecimiento del gasto de la inversión y baja la demanda doméstica.

Las políticas destinadas a reducir y estabilizar la inflación, así como estabilizar el tipo de cambio (sobreevaluación) están fuertemente relacionadas con las ganancias financieras. En los periodos de baja inflación en el sector real (primera década del siglo XXI) y estabilidad tipo de cambio, tiene lugar un drástico incremento en las ganancias financieras, las cuales están relacionadas con la profundización del sistema financiero mexicano.

Con base en lo anterior podemos señalar que parecería no haber una relación directa entre la tasa de interés y el producto, por consiguiente, las políticas monetarias expansivas deberían desplegarse a través del canal crediticio y canalizarse al sector productivo. Mayores deudas del sector no financiero deberían ser correspondidas por una mayor producción y demanda, que daría paso a un crecimiento económico robusto y estable, desplegándose un círculo virtuoso, las cuales, además, debería estar dirigida por una política de re-industrialización para no presionar la cuenta externa.

Sin embargo, la política monetaria, específicamente, en el periodo de apertura económica y financiera está más relacionada con la reducción de los precios, o sea reducir el nivel de la inflación, variable íntimamente relacionada con el tipo de cambio, en países en desarrollo, debido al fuerte componente importado de la producción, incluidas las exportaciones. En este contexto, el tipo de cambio se ha convertido en un objetivo intermedio para estabilizar los precios, desplegándose un círculo vicioso. Se estabiliza el tipo de cambio, la competitividad de las exportaciones depende de salarios y, por consiguiente, se reduce la demanda efectiva doméstica y, el crecimiento económico es función de factores externos de la economía. Tipos de cambios estables con tasas de interés superiores a los países desarrollados (Estados Unidos) e inflación estable atraen capital extranjero y generan ganancias financieras.

Bibliografía

- Ampudia, N. (2009), *Debilitamiento del traspaso de la Inflación, debilidades de la política monetaria y efectos en el mercado laboral*, México, Tesis Doctoral, Facultad de Economía, UNAM.
- Banco de México (2009:5), "Conducción de la política Monetaria en México", septiembre 30, 2009, <http://www.banxico.org.mx/documents/%7B22890715-B4DE-13B1-C881-3A6EC3D6D22C%7D.PDF>.
- Diaz, Alejandro C. (1985), Good-bye financial repression, hello financial crash, *Journal of Development Economics*, Vol. 19, pp. 2-24.
- Epstein G y E. Yeldan (2009), "Beyond Inflation targeting: assessing the impacts and policy alternatives", en *Beyond inflation targeting: assessing the impacts and policy alternatives* (Epstein G y E. Yeldan, editors), Edward Elgar Publishing Limited, pp. 1-27.
- Fajnzylber, F. (1983), *La industrialización trunca de América Latina*, Nueva Imagen.
- ([1990], 1998), *Industrialización de América Latina: de la caja negra al casillero vario* reimpreso en *Cincuenta años de pensamiento en la CEPAL*, FCE, Vol. II, pp. 817-852.
- Fama E. (1992), "Efficient capital market II" in *The Journal of Finance*, Vol. 46, núm. 5, december, 1991, pp. 1575-1617, www.jstor.org

- Fama, E. (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", in *The Journal of Finance*, Vol. 25, núm. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969 (may, 1970), pp. 383-417, <http://links.jstor.org>
- Hüfner F. (2004), *Foreign Exchange intervention as a monetary policy instrument*, Zew Economic Studies, 23, Physica-Verlag, Alemania, 175 pp.
- Kregel (2002), "Do we need alternative Financial Strategies for Development in Latin America?", trabajo presentada en el Cuarto Seminario de Economía Financiera: Cooperación e instituciones y asimetrías financieras en América latina", noviembre, 2002.
- Keynes J. M. (1936), *La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Fondo de Cultura Económica, novena edición, México, 1986.
- Keynes J. M. (1937), Alternative theories of the rate of interest, republished in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol XIV, D. Moggridge (editor), Macmillan, London, 1973, pp. 201 -214.
- Lavoie, M. (2001), "The Reflux Mechanisms and the Open Economy." In *Credit, Interest Rates and the Open Economy, Essays on Horizontalism*, ed. L.P. Rochon and M. Vernengo, pp. 215-42. Cheltenham: Edward Elgar.
- Lavoie M y M. Secarrecia (2001), "Minsky's financial fragility hypothesis: a missing macroeconomic link? in *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy. The economic legacy of Hyman Minsky*, Volume II, edited by Ricardo Bellofiore and Piero Ferri, Edward Elgar, Cheltenham UK, Northampton, MA, USA, 2001, pp. 76-96.
- LeRoy, S. (1973), "Risk Aversion and the Martingale Property of Stock Returns", *International Economic Review*, 14: pp. 436-446.
- LeRoy. S. (1989), "Efficient Capital Markets and Martingales," *Journal of Economic Literature*, 27: pp. 1583-1621.
- Levy N. (2001), *Cambios institucionales en el sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión*, México, 1960-1994, FE: DGAPA, UABJO, México.
- Levy, N. (2010), "Minsky's Financial Instability Hypothesis in the new financial institutional framework. What are the lessons for developing countries?", en *Minsky, Crisis and Development*, Daniela Tavasci y Jan Toporowski, editors, Palgrave, Macmillan, UK. pp. 155-167.
- Minsky H. (1964), "Financial Crises, Financial System, and the Performance of the Economy" in *Private Capital Markets, Research Study Two*, Prentice Hall Inc. Englewood Cliffs, N. J., pp. 173-380.
- Minsky H (1982), *Can it happen again? Essays on Instability and Finance*, Me. Sharpe, 301 pp.
- Mott, T. (2010), "Los problemas de incentivo en la provisión del financiamiento para el crecimiento y el desarrollo", "Las instituciones financieras y el crecimiento económico en un contexto de dominación de capital financiero", Levy N y T. Lopez (editoras), en prensa.
- Moore, B. (1988), *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge, University Press.
- Moore, B. (1989), "On the endogeneity of money once more", *Journal of Keynesian Economics*, Spring 11 (3), pp. 479-487.
- Parguez A. y M Seccareccia (2000), "The credit theory of Money: the monetary circuit approach", en *What is money?*, Smithin J (editor), Routledge, Canada and the USA, pp. 101-123.
- Rochon, L.P. (2006), "Endogenous money, central banks and the banking system: Basil Moore and a return to Horizontalist Roots" in *Complexity, endogenous money and macroeconomic theory*, M. Setterfield (coordinator), Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham. pp. 170-186.
- Smithin J. (2007), "A real interest rate rule for monetary policy?, *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall, Vol. 30, núm. 1, pp. 101-118.
- Taylor, J. (1993), Discretion vs Policy Rules in Practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, December, 39, pp. 195-214.
- Toporowski J. (2008), "Minsky's 'induced investment and business cycles" *Cambridge Journal of Economics*, Volume 32, Number 5, september, pp. 725-737.
- Toporowski J. (2000), *The end of finance, capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism*, Routledge Frontiers of Political Economy.
- Wicksell K. (1907), "The Influence of the Rate of Interest on Prices" *The Economic Journal*, Vol. 17, núm. 66 (Jun., 1907), pp. 213-220, www.jstor.org.