

**Política monetaria con elevado  
traspaso del tipo de cambio.  
*La experiencia mexicana con  
metas de inflación***

**Guadalupe Mántey de Anguiano  
Teresa S. López González  
(coordinadoras)**



# Contenido

<b>Introducción</b> .....	11
---------------------------	----

## PRIMERA PARTE

### **El traspaso del tipo de cambio a la inflación y la distribución factorial del ingreso en países en desarrollo**

Traspaso del tipo de cambio en el proceso de formación de precios y distribución del ingreso .....	25
<i>Nora Claudia Ampudia Márquez</i>	
Efectos distributivos de la política monetaria en una economía pequeña y abierta.....	57
<i>Fernando Antonio Noriega Ureña</i>	
Tipos de cambio e inflación en América Latina.....	83
<i>Plinio Hernández Barriga</i>	
Condicionantes financieros del empleo y la distribución factorial del ingreso. El caso mexicano (1993-2004) .....	105
<i>Jorge Feregrino Feregrino</i>	

Política macroeconómica y fuentes de las fluctuaciones de los tipos de cambio en México 1995-2006: un modelo SVAR con restricciones de largo plazo.....	127
<i>Armando Sánchez, Jonathan Bruno Méndez e Ignacio Perrotini</i>	

## SEGUNDA PARTE

### Efectos distributivos y riesgos sistémicos en la instrumentación del régimen de metas de inflación en México

El régimen de metas de inflación en México y la evidencia empírica....	151
<i>Luis Miguel Galindo y Horacio Catalán</i>	
El “miedo a flotar” y la intervención esterilizada en el mercado de cambios como instrumento de la política monetaria en México.....	165
<i>Guadalupe Mántey de Anguiano</i>	
Gestión de la base monetaria por Banxico y Desarrollo Económico en México desde 1995 .....	197
<i>Celso Garrido</i>	
“A la cola del león”. Los ciclos México-Estados Unidos, política monetaria y distribución del ingreso.....	227
<i>Etelberto Ortiz Cruz</i>	
Metas de inflación, distribución del ingreso, y la tasa de interés justa...	257
<i>Louis-Philippe Rochon</i>	
La naturaleza de la tasa de interés. ¿Puede la política monetaria modificar la actividad económica?.....	283
<i>Noemí Levy Orlik</i>	

**TERCERA PARTE**  
**Elementos para una política económica de crecimiento con**  
**estabilidad y equidad**

Reformulando las políticas macroeconómicas.....	319
<i>Malcolm Sawyer</i>	
Política monetaria con dinero endógeno. Ajuste fiscal, control de la inflación y crecimiento económico en México .....	341
<i>Luis Ángel Ortiz Palacios</i>	
Políticas monetaria y cambiaria para el equilibrio fiscal. La <i>consolidación</i> fiscal y el cumplimiento de metas de inflación en México.....	367
<i>Teresa S. López González</i>	
La regulación prudencial y el financiamiento a las pequeñas y medianas empresas.....	401
<i>David Patlán y Gabriel Gómez Ochoa</i>	

## Introducción

**E**n los últimos tres lustros, el modelo teórico convencional de la política de banca central ha experimentado cambios trascendentes. La teoría cuantitativa del dinero en la que se sustentaban los modelos ortodoxos hasta finales de los ochenta (Rogoff, 1985; Barro y Gordon, 1983, etc.) tuvo que ser abandonada ante el reconocimiento a la endogeneidad del dinero que hacían los propios bancos centrales, como resultado de su compromiso con la estabilidad del sistema de pagos (Padoa-Schioppa, 1994).

Desde tiempo atrás, la inspección de las prácticas bancarias en Inglaterra había revelado que los bancos comerciales demandaban reservas en respuesta a los créditos que concedían, lo que dio lugar a un intenso debate entre Nicolás Kaldor y Milton Friedman (Kaldor, 1970) en torno a la supuesta independencia entre la oferta y la demanda de dinero en la teoría cuantitativa de los precios. Los argumentos en apoyo a la endogeneidad del dinero se fortalecieron con los aportes de numerosos autores de las corrientes de pensamiento poskeynesiana y circuitista (Moore, 1991; Chick, 1986; Wray, 1990; Parguez, 2001; Arestis y Eichner, 1986; Lavoie, 1996; etc.), hasta constituirse en una teoría macroeconómica alternativa a la ortodoxia, con un elevado grado de consistencia.

Sin embargo, no fue sino hasta principios de la década de 1990, a raíz de los nuevos métodos econométricos aplicados por Hendry y Ericsson (1991) en la estimación de funciones de demanda de dinero, que la teoría cuantitativa fue definitivamente abandonada, al revelarse la super-exogeneidad de las variables de precios en las ecuaciones estimadas, y la imposibilidad de invertir las para derivar una teoría de la inflación.

La conclusión a la que llegaron estos autores (*i. e.*, que la demanda de dinero crea su propia oferta), no sólo implicó dejar de interpretar a la inflación como resultado del equilibrio en el mercado monetario, sino también renunciar a la teoría keynesia-

na de la tasa de interés como resultado del equilibrio entre la oferta y la demanda de dinero.

La endogeneidad del dinero obligaba a buscar otras explicaciones al nivel de precios y a la tasa de interés.

Para explicar el nivel de los precios, el acervo teórico existente permitía elegir entre la teoría de la inflación de costos, la teoría de la inflación por conflicto distributivo, la teoría de la inflación por presión de demanda, o bien modelos mixtos contruidos con estas alternativas, incluyendo efectos por expectativas.

Para explicar la tasa de interés, las opciones también incluían por lo menos las cinco siguientes: las teorías clásica y fisheriana (curva IS con expectativas de inflación); la teoría de la tasa de interés con información asimétrica, de los nuevos keynesianos; la teoría de la tasa de interés exógena de los horizontalistas poskeynesianos; la teoría de la tasa de interés exógena con riesgo creciente de los estructuralistas de esta misma corriente; o la teoría de la tasa de interés como resultado del conflicto distributivo, sustentada por los proponentes del modelo político de banca central y algunos teóricos circuitistas.

El nuevo modelo de política de banca central se construyó con la teoría fisheriana de la tasa de interés, distinguiendo sus dos componentes: la tasa de interés natural, determinada por una curva IS, como la definió Wicksell; y la teoría de la inflación por presión de demanda, como la concibió la síntesis neo-clásica en la curva de Phillips.

De acuerdo con este modelo, el nivel de actividad económica fluctúa en torno al equilibrio de la oferta, cuando la inflación es suficientemente baja para no influir en las decisiones de gasto; y la inflación se acelera cuando el desempleo se reduce por debajo de su tasa natural (Arestis y Sawyer, 2003).

Consecuentemente, el control de la inflación se constituye como el objetivo único de la política monetaria, y para lograrlo se establecen metas explícitas de inflación, que funcionan como objetivo intermedio de la política del banco central.

El modelo básico en que se sustentan los esquemas de metas de inflación para economías abiertas consta de cuatro ecuaciones fundamentales, que son:

- Una curva IS, que explica el producto con base en la tasa de interés y el tipo de cambio.
- Una curva de Phillips, que explica la inflación en función de la brecha de producto y los efectos directos del tipo de cambio sobre los costos.
- Una regla de Taylor, donde la tasa de interés del banco central se expresa como función de la brecha de producto y la brecha entre la inflación observada (o esperada) y la meta establecida.

## INTRODUCCIÓN

- Una ecuación que explica el tipo de cambio con base en la teoría de la paridad descubierta de tasas de interés.
- Los principales supuestos de este modelo son:
- Que la demanda agregada es función inversa de la tasa de interés real y del tipo de cambio real.
- Que la inflación se produce por presiones de demanda.
- Que el banco central minimiza una función de costo social, en términos de la inflación y el desempleo.
- Que el régimen cambiario es de libre flotación y se cumple la condición de paridad de tasas de interés, pues los flujos de capital son muy elásticos a la tasa de interés.

El mecanismo de transmisión de la política monetaria que se desprende de este modelo resulta cuestionable, ya que tres de sus supuestos fundamentales no se cumplen cabalmente en el mundo real.

Con relación al efecto negativo de la tasa de interés sobre la demanda agregada, es oportuno recordar que la evidencia empírica no indica una influencia determinante del costo del capital en las decisiones de inversión (Greenwald y Stiglitz, 1991), y que, en cambio, la inelasticidad de la demanda de crédito para consumo respecto a la tasa de interés es un hecho ampliamente reconocido (Toporowski, 1993).

Por otra parte, la explicación de la inflación como resultado de que los salarios reales crecen más rápido que la productividad de la mano de obra, a medida que aumenta el uso de la capacidad instalada, asume que la distribución del ingreso entre el trabajo y el capital permanece invariada en actividades que registran costos crecientes (Sawyer, 2005); un supuesto cuyo realismo ha sido cuestionado por largo tiempo en la literatura económica.

Por último, la elevada elasticidad de los flujos internacionales de capital respecto a las tasas de interés y el cumplimiento de la condición de paridad, son supuestos cuya validez ha sido reiteradamente rechazada por la investigación empírica (Hüfner, 2004).

La debilidad de estos supuestos obliga a replantear el modelo teórico de la política monetaria, buscando explicaciones más convincentes tanto para la tasa de inflación, como para el tipo de cambio, a fin de descubrir los instrumentos de política que pueden incidir en ambos.

Un punto de partida realista en esta búsqueda es el reconocimiento de la existencia de imperfecciones en los mercados de productos y de factores.

El oligopsonio en el mercado laboral, como resultado de las relaciones sociales de producción, ha sido reconocido desde el inicio de la ciencia económica, y sustentó