

LA INEFICIENCIA EN EL USO DE LA REGLA DE TAYLOR EN MÉXICO

Lic. José Carlos Osorio Pineda
jozewmine@live.com.mx

Mtro. Mario Aceves Mejía
acevesmm@gmail.com

Fecha de recepción: 10 de enero de 2018

Fecha de aceptación: 08 de marzo de 2018

RESUMEN

El presente trabajo tiene por objetivo explicar que la estabilidad macroeconómica -prioridad del enfoque del *mainstream* con base en el Modelo de Inflación Objetivo (MIO) del Nuevo Consenso Macroeconómico (NCM)- presenta limitantes en una economía emergente como la de México, donde la tasa de inflación no es un fenómeno netamente monetario, sino que implica la existencia de un mecanismo de transmisión que ocurre por medio de las presiones de cuellos de botella o estrangulamientos en determinados sectores, que repercuten sobre los demás. La inflación no solamente es el exceso de demanda o el excedente de liquidez monetaria dentro del sistema económico. Al respecto, consideramos que en una economía emergente como México, las presiones del tipo de cambio incentivan a un uso cada vez más excesivo de la tasa de interés como herramienta de política monetaria para la reducción de demanda agregada, escenario que demuestra la pérdida de eficiencia de dicho mecanismo financiero a través del tiempo, para la disminución de la tasa de crecimiento generalizada de precios. De esta forma, nuestro trabajo se sustenta en un análisis empírico para el caso de México en el periodo comprendido entre 1994-2017 sobre la tasa de interés y su influencia con respecto a la inflación y al uso del instrumental financiero. Finalmente, se plantearán alternativas de política financiera que tengan un impacto más significativo y real sobre la dinámica inflacionaria.

PALABRAS CLAVE: Modelo de inflación objetivo; Regla monetaria, Tipo de cambio; Instrumentos financieros.

ABSTRACT

The objective of this paper is to explain that macroeconomic stability -priority of the mainstream approach based on the Objective Inflation Model of the New Macroeconomic Consensus- presents limitations in an emerging economy such as Mexico, where the inflation rate is not a phenomenon purely monetary, but implies the existence of a transmission mechanism that occurs through pressures in certain sectors, which impact on others. Inflation is not only excess demand or surplus monetary liquidity within the economic system. We believe that in an emerging economy like Mexico, the pressures of the exchange rate encourage an excessive use of the interest rate as a monetary policy tool for the reduction of aggregate demand, a scenario that demonstrates the loss of efficiency of said financial mechanism through of time, for the reduction of the generalized rate of growth of prices. Our work is based on an empirical analysis for the case of Mexico in the period between 1994-2017 on the interest rate and its influence with respect to inflation and the use of financial

instruments. Finally, financial policy alternatives that have a more significant and real impact on the inflationary dynamics will be considered.

KEYWORDS: Target inflation model; Monetary rule, Type of change; Financial instruments.

I.- INTRODUCCIÓN

Actualmente, diversos bancos centrales, incluido el Banco de México (Banxico), han adoptado el uso de reglas monetarias cuyo origen se encuentra en el concilio entre el arquetipo de las escuelas de pensamiento económico Neoclásica y Nueva Keynesiana, produciendo el MIO (Perrotini, 2007, 2014; Woodford, 2012). Al respecto, el objetivo prioritario de la política monetaria es la producción de una desinflación,¹ consecuencia de una dinámica de crecimiento caracterizada por la conservación de una Tasa Natural de Desempleo No Aceleradora de Inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés), y consecuentemente la estabilidad entre los diferentes mercados. No obstante, ante la pérdida de eficiencia de los mecanismos de transmisión de la política monetaria de tasas de interés del Banco Central (BC), es requisito pensar en otras variantes para el arquetipo de la política monetaria que presenten una mayor eficiencia en cuanto al propósito de la reducción y control de la tasa de crecimiento generalizada de precios. De esta forma, en el segundo apartado se explican los fundamentales del MIO, seguido de su desempeño en la economía mexicana particularmente sobre el uso de la Regla de Taylor, haciendo énfasis en los años 2016, 2017 y primer bimestre del 2018 ante la incertidumbre existente sobre el sector externo; por su parte en el tercer apartado se describen algunos principios alternativos de política financiera y monetaria, y finalizando con un cuarto apartado se anexan las conclusiones, así como propuestas pertinentes al uso de instrumentos financieros que no han sido tomados en cuenta por el BC.

II.- METODOLOGÍA

El presente trabajo realizará un análisis con base en el corpus teórico del MIO, describiendo los puntos más relevantes de dicho arquetipo del sistema financiero, así como de política económica. Posteriormente dicho modelo será contrastado con la evidencia empírica con base en datos obtenidos de Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI) y de Banxico.

Por su parte, la presente investigación ha realizado un modelo de Mínimos Cuadrados Ordinarios de series de tiempo, corroborando por medio de pruebas de estacionariedad que las series utilizadas sobre inflación, así como variación en la tasa de interés de Cetes 28 y la tasa de variación del tipo de cambio peso-dólar, datos obtenidos de 1994 a febrero de 2018, que cumplen las características estadísticas pertinentes para el uso de dicho modelo de regresión. A saber, las series de datos utilizadas son de frecuencia mensual y a las mismas se les ha aplicado una tasa de variación, por lo que las series no se utilizan en el nivel. Así mismo la forma funcional de nuestro modelo financiero es la siguiente:

$$\pi^* = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{tipo de cambio} - \beta_2 \cdot \text{cetes28}$$

¹ El concepto parte de un consenso de la traducción del término *disinflation*, que considera la reducción de la aceleración de las tasas de inflación con respecto a períodos anteriores.

Donde π^* es la tasa de inflación observada en el período en cuestión.

Finalmente, el trabajo concluye y aporta algunas propuestas de política financiera derivadas del análisis anterior.

III.- LA POLÍTICA MONETARIA DEL MODELO DE INFLACIÓN OBJETIVO (MIO)

El enfoque que dirige actualmente la política monetaria de diversos países, desde 1990, es el llamado Modelo de Inflación Objetivo (MIO), del Nuevo Consenso Macroeconómico (NCM), y cuyo único objetivo es la estabilidad financiera y macroeconómica, por medio del control inflacionario (Perrotini, 2007, 2014; Woodford, 2012).

Al respecto, los fundamentales del modelo económico imperante, de acuerdo con Perrotini (2007, 2014), se derivan de un marco definido y preciso de política monetaria, con un régimen de inflación objetivo, en su defecto y para el caso de la economía mexicana, rango promedio de oscilación $3\pm1\%$ ², por parte de los bancos centrales. Segundo, la tasa de interés es el instrumento de política por excelencia, debido a que implica un ancla nominal eficiente para la economía. Y finalmente como tercer fundamental, se requiere autonomía de los bancos centrales para que de esta forma la inflación sea la única finalidad relevante para estas instituciones (Bernanke y Mishkin, 1997). De esta manera, en términos formales y siguiendo a García y Perrotini (2014), Lavoie (2006), Perrotini (2007, 2014), y Woodford (2003, 2012), el modelo se compone de las siguientes ecuaciones:

$$L = (y^* - y_0) + \Omega(\pi^* - \pi^>)$$

F. de desutilidad del BC (1)

$$y^* = Y_0 - (\alpha r + \delta e^* + \varepsilon)$$

Curva IS en economía abierta (2)

$$\pi^* = \pi^* + \beta(y^* - y_0) + \gamma e^* + \varepsilon$$

Curva de Phillips (3)

$$r^* = r^* + \phi_I(\pi^* - \pi^>) + \phi_J(y^* - y^>)$$

Regla de Taylor (4)

$$e = -\rho r + \nu$$

T. de cambio determinado por el interés (5)

Donde y^* es el nivel de producto observado en el presente, y_0 el nivel de producto objetivo o pronosticado, Y_0 es el componente autónomo de la demanda agregada que no depende del ingreso, r es la tasa de interés real, r^* ³ la tasa natural de interés, π^* la inflación observada, $\pi^* + \varepsilon$ inflación rezagada, $\pi^>$ inflación target, e el tipo de cambio nominal, e^* y $e^>$ son el tipo de cambio rezagado por uno y dos períodos respectivamente, ε , ε^* y ν son errores aleatorios de estimación; y Ω , α , δ , β , ϕ_I , ϕ_J , y ρ son parámetros.

² En su Informe Anual del 2002, Banxico argumenta que para dicho intervalo se consideró un promedio del objetivo de inflación de los países en desarrollo que ya habían adoptado el MIO el cual se encuentra en un nivel aproximado al 3%. Cabe añadir que en el enfoque monetarista una recomendación de política económica es el crecimiento de la oferta monetaria a una tasa entre el 2 y 3%, que es el ritmo de crecimiento promedio poblacional, argumento fundamentado en la estabilidad salarial y el consecuente crecimiento del nivel de precios igualmente constante (Mantey, 1997).

³ La tasa natural de interés hace referencia a una tasa promedio a la cual se converge en el largo plazo dados los movimientos entre el ahorro y la inversión, concepto similar al de K. Wicksell (Mantey, 1997).

A saber, la función de desutilidad hace referencia a la prioridad que otorgan los bancos centrales al diferencial existente entre la inflación observada y el nivel de inflación meta del BC en cuestión, donde si el factor Ω es mayor que 1 implica una preponderancia sumamente significativa al cumplimiento de una diferencia de cero entre la inflación observada y la objetivo, y donde precisamente la aceleración de la inflación tiene origen cuando la economía se encuentra en una dinámica por encima de su nivel potencial, concepto conocido como *sobrecalentamiento financiero* (Meyer, 2003; Lavoie, 2006; Perrotini, 2007, 2014; Taylor, 1993, 2005; Woodford, 2003, 2012).

A su vez, la curva IS indica el equilibrio del mercado de bienes entre producto y tasa de interés en una economía abierta; para el caso de la curva de Phillips, se explica que es posible una diferencia entre el producto actual y el esperado, de modo que una brecha implica alzas en la inflación, puesto que, existe menor desempleo que el de la NAIRU⁴, diferencia que a su vez es observada en la función de desutilidad del BC. Por último, la regla de Taylor explica que la tasa de interés será la herramienta de política monetaria para restablecer el nivel objetivo de producto (Lavoie, 2006; Perrotini, 2007, 2014; Woodford, 2012).

Por lo tanto, el modelo refleja precisamente que la reglamentación monetaria que deben seguir los diferentes bancos centrales y su mecanismo de funcionamiento para alcanzar la meta de estabilidad de precios, es el anclaje de la demanda agregada; en otros términos, el ajuste, estabilidad de los componentes de la demanda agregada (Mishkin, 2000; Perrotini, 2007).

De acuerdo a Lavoie (2006), Perrotini (2007, 2014) y Woodford (2012), el sistema funciona como sigue: cuando la brecha de producto no es cero -debido alguna fluctuación positiva ecuaciones 1 y 2-, se incrementa la inflación y con ella aumenta también la brecha de la misma -ecuación 2-; en consecuencia, los bancos centrales sufren de desutilidad en un sentido ordinal, por lo que buscarán reducir los niveles de dicho *spread* tanto para los niveles de ingreso como para la inflación. De esta forma, siguiendo la regla de Taylor, el BC deberá aumentar la tasa de interés r^* ; conforme aumenta r^* , y^* tiende a su nivel objetivo, teniendo como consecuencia la reducción de la tasa de inflación; por tanto, las brechas de inflación y producto tenderán a cero, $\Omega = 0$ y $\emptyset_I = \emptyset_P = 0$.

Por su parte, existe un segundo mecanismo por medio del tipo de cambio -ecuación 4-, donde el símbolo positivo se basa en que existirá apreciación de la moneda doméstica dada una mayor demanda de esta por medio de la tasa de interés que incrementa la Cuenta de Capitales; disminuyendo así el crecimiento del tipo de cambio, diferencial que presenta una relación positiva con la tasa de inflación, por medio del efecto *pass through*⁵ en la ecuación 2. La inflación es un fenómeno de demanda financiera, que determina implícitamente la endogeneidad en la oferta monetaria, acelerando la inflación, si el número de unidades monetarias se incrementa más que la producción (Mantey, 1997; Perrotini, 2014; Rochon y Rossi, 2007; Woodford, 2012).

⁴ La tasa NAIRU, es un concepto utilizado tanto por el enfoque de la nueva economía neoclásica y neokeynesiana. Al respecto, el concepto de NAIRU a diferencia de enfoques predecesores, implica la existencia de múltiples equilibrios, producidos por errores exógenos; en la praxis estos pueden ser crisis o auge no pronosticados (Perrotini, 2007; 2014).

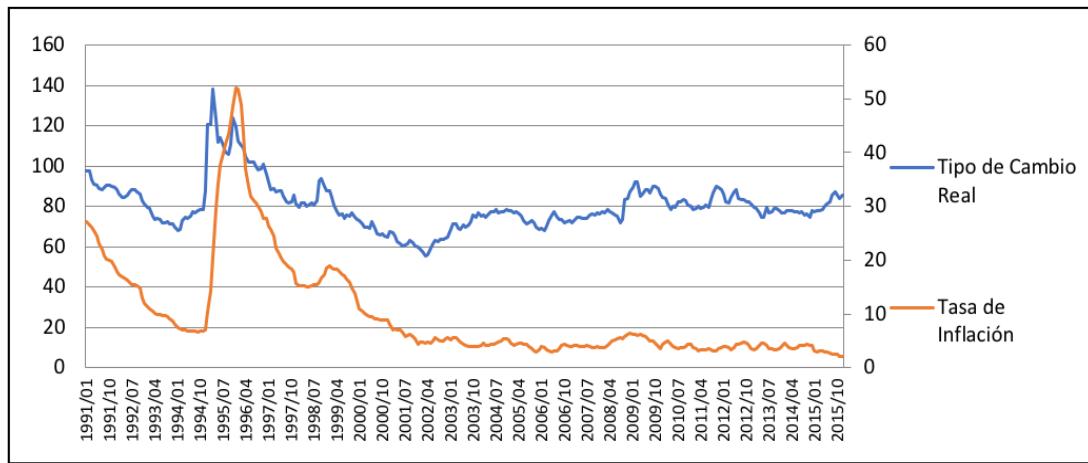
⁵ El efecto traspaso o *pass through* es la afectación de las fluctuaciones del tipo de cambio nominal sobre los precios de los bienes y servicios domésticos mediante diversos canales (García y Perrotini, 2014).

No obstante, la presente investigación considera que la política monetaria financiera del NCM puede tener una mayor relevancia que solo su intervención restrictiva, mediante un replanteamiento de algunas características fundamentales del modelo vigente. Al respecto, y de acuerdo con Lavoie (2006) es posible considerar otra situación implícita en el MIO que ignora la ortodoxia económica, dado que si bien, bajas tasas de inflación producen condiciones de estabilidad para la actividad económica, las metas de inflación y sus instrumentos de política monetaria pueden afectar a la tasa natural de crecimiento. Por lo tanto, considerando el concepto de León-Ledesma y Thirlwall (2002), la tasa natural de crecimiento es aquella determinada por la aceleración del crecimiento mismo, de modo que las diferentes tasas de crecimiento, afectadas por la política monetaria financiera de tasas de interés afectarán negativamente a la dinámica económica y por ende al sistema financiero (Avendaño, López y Perrotini, 2014). Esta relación implícita en el *mainstream*, pero explícita para el presente trabajo, apoya la idea sobre la no neutralidad financiera tanto para el corto como el largo plazo; y por consiguiente, los instrumentos del MIO per se no incentivan el crecimiento económico, sino que podrían afectar su dinámica de largo plazo.

IV.- LA POLÍTICA DE OBJETIVOS DE INFLACIÓN EN MÉXICO, 1994-2015

Particularmente en México, el MIO se instauró a partir de 1994, con la autonomía de Banxico, conformándose a plenitud en el 2001 con el dictamen de una meta inflacionaria de $3\pm1\%$. A saber, el objetivo inflacionario sin duda ha sido logrado como nos muestra la Gráfica 1.

Gráfica 1
Inflación y TIIE, México, 1995-2015

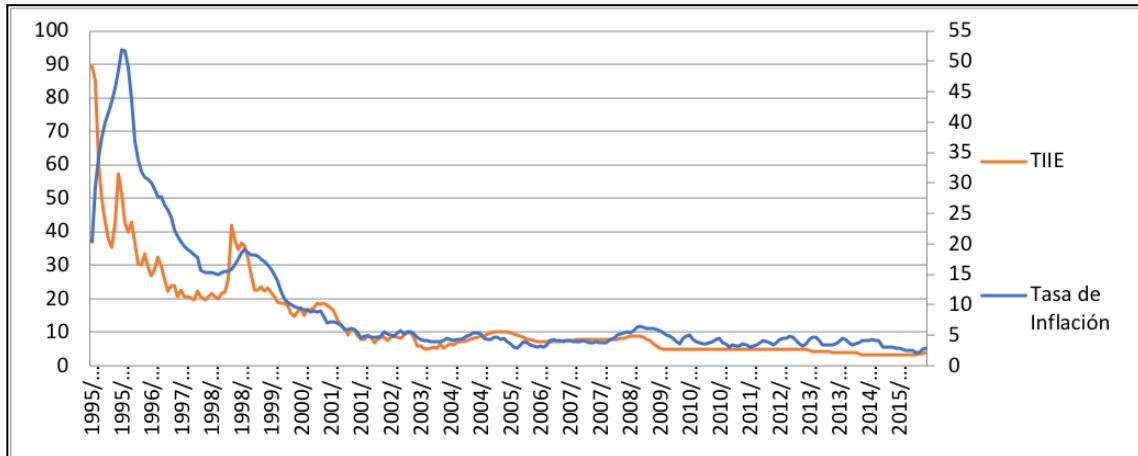


Fuente: Elaboración propia con base en datos de INEGI.

Al respecto, a partir del año 2000, la tasa de inflación en México se ha mantenido en un dígito y es posible observar que a partir de esa fecha, solo para el año 2009, el objetivo inflacionario no fue logrado. Por otra parte, al considerar la Tasa de interés interbancaria de equilibrio (TIIE), podemos ver que desde 1995 hasta inicios del segundo trimestre del 2009, Banxico siguió propiamente la regla de Taylor. Sin embargo, ante la crisis económica de 2008, Banxico comenzó a hacer uso del tipo de cambio real por medio de las subastas de dólares,

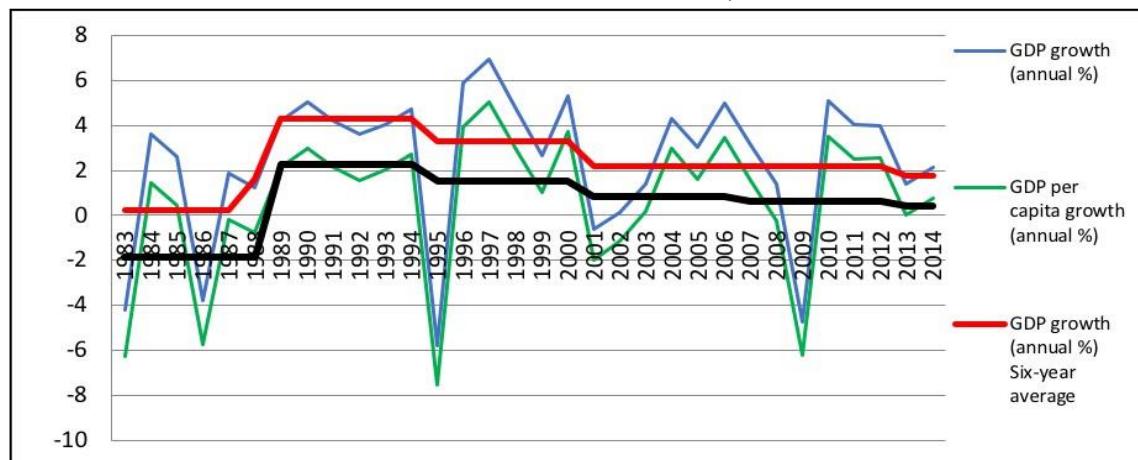
como soporte para evitar un mayor incremento de precios. De lo anterior, se deriva que Banxico ha seguido ambas herramientas del MIO para contener la inflación, como el caso de la Regla de Taylor o políticas de miedo a flotar, ambas de carácter procíclico (García y Perrotini, 2014; Ros, 2013). Las acciones del Banxico se aprecian en las Gráficas 2 y 3.

Gráfica 2
Índice de tipo de cambio e inflación, México, 1991-2015



Fuente: Elaboración propia con base en información de INEGI.

Gráfica 3
Crecimiento Económico de México, 1983-2015



Fuente: Elaboración propia con base en información del Banco Mundial.

Si bien México en los últimos 25 años ha presentado en algunos momentos ciertas tasas elevadas de crecimiento económico, dichos repuntes son temporales e irresolubles al considerar los promedios sexenales gubernamentales, dado que es posible apreciar que existe una tendencia reduccionista en el crecimiento económico. Más aún, el mecanismo del *impasse económico* en México es efecto explícito de la política monetaria financiera al tratar de alcanzar un objetivo inflacionario menor al de la inflación observada, o en su

defecto, un objetivo de inflación por demás estricto.

En suma, los resultados entre los hechos estilizados explican que posiblemente, el objetivo inflacionario actual de Banxico podría ser demasiado estricto, de forma que el uso de las herramientas de política monetaria estaría afectando por más de un canal, a la tasa natural de crecimiento. De esta forma, una alternativa de política monetaria que es posible plantear, y que no fuera un desvío excesivo de la política monetaria financiera actual, podría considerar un objetivo de inflación más flexible, de forma que la tasa de crecimiento potencial de la economía mexicana alcance a la tasa natural de crecimiento económico potencial mayor.

Asimismo, es posible argumentar que el efecto de traspaso entre el dólar y el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) puede explicarse por medio del enfoque cepalino, en el que, el mecanismo de transmisión ocurre por medio de las presiones de cuellos de botella o estrangulamientos en determinados sectores que repercuten sobre los demás, y no por el exceso de demanda o el excedente de liquidez monetaria dentro del sistema económico, como se considera en el NCM (Pérez, 2013). Una causa sumamente significativa de inflación se debe a desajustes sectoriales que afectan a productos determinados de forma que, mientras el *mainstream* considera que la estabilidad es la mejor garantía del crecimiento, los hechos estilizados señalan que el crecimiento y la estabilidad son fundamentalmente incompatibles entre sí.

Por tanto, considerando que la política monetaria financiera de Banxico afecta esencialmente a la demanda efectiva, en el corto y el largo plazo, al buscar únicamente la estabilidad inflacionaria, se deteriora cada vez más la dinámica de la economía mexicana. Al respecto, existe un mayor potencial de crecimiento, pero debe provenir del uso activo y coordinado entre la política monetaria financiera, es decir, entre el uso de un objetivo de inflación menos rigorista, así como la disminución del efecto traspaso mediante un uso, ignorado hasta ahora, de los recursos financieros sobre sectores de dependencia a las importaciones, así como por la inconsistencia entre el tipo de cambio y la competitividad de las exportaciones.

Si bien, la inflación es un problema, si Banxico realiza más operaciones con activos gubernamentales, de forma que con esos recursos intervengan en las problemáticas estructurales de la Balanza de Pagos y el *pass through*, Banxico podría reducir el uso excesivo de subastas peso-dólar, y de operaciones sobre montos crediticios que solo castigan la inversión y el consumo por medio del incremento sustancial de la TIE, reproduciendo la desigualdad entre el ahorro y la inversión, desequilibrando el sector financiero, cuando ahora es necesario realizar inversión para incrementar el nivel de empleo, consumo e ingreso y estimular mejoras en la dinámica económica del país.

V.- RESULTADOS

Los resultados obtenidos con respecto a la relación entre la TIE y el tipo de cambio sobre la tasa de inflación se definen a continuación, bajo dos estimaciones diferenciadas entre 1979 a 1994, así como 1995 a 2018, en correspondencia a la dinámica financiera, ciertamente diferente en los períodos ya mencionados.

Tabla 1

MIO, 1994-2015 (MCO)

MCO: Modelo IV.1, 1979-1994					
Variable		Coeficiente	Errores estándar	Estadístico <i>t</i>	<i>p-value</i>
Var. Tipo de cambio		0.6988145	0.1509744	4.63	0.000
Var. T. interés-Dum.int	0	-0.135699	0.0484773	-2.80	0.013
	1	0.226476	0.1564258	1.45	0.167
Var. Salario-Dum.Sal	0	0.4416765	0.2406878	1.84	0.085
	1	-0.767814	0.8322748	-0.92	0.370
Var. Tasa de desempleo		-0.358599	0.1047431	-3.42	0.003

Fuente: Elaboración propia con base en información del Banco Mundial.

Por su parte, si fuera necesario realizar una estimación sobre la tasa de inflación explicada por medio de las variaciones⁶ del tipo de cambio, así como por la aceleración⁷ de las tasas de interés, es posible observar los siguientes resultados con base en un modelo de regresión de series estacionarias como sigue:

Tabla 2

MIO, 1995-2018 (MCO)

MCO: Modelo IV.2, 1995-2018					
Variable		Coeficiente	Errores estándar	Estadístico <i>t</i>	<i>p-value</i>
Tasa de Interés (TIIE)		-0.042545	0.0098155	-4.33	0
Tipo de cambio		0.4014258	0.0331861	12.1	0

Fuente: Elaboración propia con base en información del Banco Mundial.

Al respecto de la dinámica del MIO, es necesario tener en cuenta algunas consideraciones adicionales que ayudaron a los argumentos del modelo anterior. Desde la instauración de la autonomía de Banxico la única finalidad de dicha institución ha sido la consecución de la reducción inflacionaria, la cual fue lograda a partir de 1996, año desde el cual pudo seguir con la disminución de la aceleración del nivel de precios hasta dictaminar un objetivo de largo plazo en 2001-2003 (3%). Al respecto, si se considera la inflación de 1995-1996 que rondó sobre el 30%, en un periodo de 10 años el BC se propuso alcanzar una meta inflacionaria 10 veces menor al último episodio de inflación excesiva; circunstancia que implica una mención a favor de dicha institución.

⁶ Se hizo uso de las tasas de crecimiento del tipo de cambio debido a que es el diferencial del tipo de cambio lo que se relaciona con la dinámica de precios domésticos, no la variable financiera en el nivel, la cuantía que define los cambios de precios en una estandarización.

⁷ El concepto de aceleración de las tasas de interés, se refiere a la tasa de cambio de la tasa de interés, debido a que la tasa de interés es en realidad un precio y no una tasa de crecimiento o un diferencial por se como lo es la variable inflación, siendo esta última la diferencia anual del INPC.

Por esta razón es de esperarse que en la fase del MIO, los coeficientes de los instrumentos de la política monetaria tengan una participación menor a la observada en el periodo de transición de modelos. Precisamente, para el caso del tipo de cambio, su coeficiente se redujo del 0.69% al 0.40%. No obstante, el tipo de cambio muestra ser el componente de mayor participación sobre la aceleración inflacionaria. A propósito de lo dicho, es de esperar por lo tanto la frecuente intervención en el mercado de divisas por parte de Banxico, existente desde 1996, así como la dinámica productiva encaminada al sector externo.

Por su parte, indudablemente a pesar de la utilización más rigorista de las tasas de interés, puesto que es hasta la aplicación del MIO que esta variable se convierte en el instrumento de la política monetaria por excelencia, su coeficiente presenta una reducción de -0.13% a -0.04%, en otras palabras, ante un incremento en 1% en la variación de la tasa de interés, se espera que la aceleración de la inflación disminuya en 0.04% aproximadamente.

Al respecto, es requisito sumar al análisis que las tasas de interés desde la aplicación del MIO presentaron una dinámica seguidora de la tasa de inflación como lo dictamina el propio mecanismo de la función de reacción de la política monetaria, en otras palabras, ante incrementos en la inflación la tasa de interés aumentará y por consiguiente es necesario considerar la tasa de variación de la tasa de interés para obtener propiamente la relación inversa entre estas dos variables.

A su vez, el mecanismo de la regla de Taylor desde 2016 al primer bimestre de 2018, se ha utilizado con una mayor frecuencia, así como cuantía en incrementos de la tasa de interés por encima de la inflación, y con base en el resultado del coeficiente con valor de -0.042545%, es posible considerar que los efectos de la Regla de Taylor y que la tasa de interés como herramienta financiera son cada vez más reducidos y por esa razón a pesar de mantener niveles cercanos a la crisis de 2008, esta no logra disminuir la tasa de inflación que no se encuentra precisamente en las cuantías vistas en las últimas dos recesiones económico-financieras del país.

VI.- CONCLUSIONES

El trabajo anteriormente presentado, realizó una descripción sobre los fundamentales teóricos y forma de funcionamiento de la política financiera del NCM, considerada desde hace algunos años como el *mainstream* de la política monetaria-financiera, al ser un enfoque adoptado por diversos bancos centrales a nivel internacional, así como por su desempeño en México, a partir de su adopción en 1994.

Asimismo, con base en los datos presentados sobre la dinámica de la tasa de inflación, así como la aclaración de la tasa de interés y el tipo de cambio, y además con respecto al modelo econométrico utilizado se considera que en la praxis, Banxico podría establecer un objetivo inflacionario más flexible, hacer uso de mayores operaciones de activos gubernamentales en lugar de operaciones con montos crediticios castigando la inversión y el consumo por el incremento significativo de la TIIE, y de esta forma que el gasto público pueda trabajar de forma coordinada con la política monetaria y la inversión privada para subsanar los problemas de balanza de pagos y el efecto traspaso sobre la inflación.

De esta manera, se abren líneas de investigación sobre el papel que puede tener la política monetaria financiera como factor explícito en la teoría del crecimiento económico, así como las consideraciones que puede aportar la escuela post-keynesiana dentro de las corrientes latinoamericanas, y subsanar algunas omisiones del *mainstream*, y así pueda realizarse de forma paulatina, un cambio económico, pero correspondiendo a las particularidades de las economías en vías de desarrollo.

VII.- PROPUESTAS

A partir de las estimaciones anteriores cabe señalar algunas propuestas que se dirigen principalmente a la reducción de la afectación del tipo de cambio y su traspaso a los precios, término que en los resultados presentados ha demostrado ser el componente de mayor participación en el alza inflacionaria. Al respecto, el tipo de cambio ha sufrido apreciaciones por diferentes implicaciones que son propiamente independientes de la utilización de los instrumentos de la política financiera; en precisión, la sugerencia es que la política monetaria financiera sea capaz de realizar la captación, emisión y colocación de créditos determinados hacia la generación de la producción de algunos bienes e insumos intermedios que han incrementado su participación en la cuenta de las importaciones.

Entre los mecanismos, se considera a las operaciones financieras de mercado abierto, tanto de montos monetarios como activos del Gobierno Federal, la reactivación del encaje legal, el uso de instrumentos de control directo, una ampliación de las funciones de la banca de desarrollo, así como de la canalización de los fondos de las Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES) y del uso de algunos recursos captados por los activos de regulación monetaria.

Particularmente, se sugiere que la captación de los recursos para la constitución del fondo no desplace las actividades propias de los intermediarios, por lo que solo deberán dirigir cierta parte de su adquisición de los montos al patrimonio crediticio en cuestión. A su vez, se propone que la suma de estos instrumentos a la operación se realice paulatinamente. Si bien, dichos instrumentos podrían ser viables para cualquier economía, no debería considerarse como una generalidad, sino como una operación propiamente de las economías emergentes, particularmente que presenten una dinámica similar a la de México en cuanto a los hechos estilizados y los resultados provistos en el segundo y cuarto apartados de esta investigación, y que en sentido amplio explicaron la pérdida de efectividad en la utilización del MIO, así como el deterioro de la tasa natural de crecimiento económico.

Ahora bien, en cuanto al funcionamiento de las operaciones de mercado abierto de montos monetarios y activos entre el BC y la banca comercial; se asume plausible que algunas de estas operaciones se realicen mediante nuevas convocatorias a las que ya se encuentran en operación (y que ocurren de forma semanal). No obstante, la característica principal de esta primicia es que realice una canalización especializada de créditos determinados hacia proyectos productivos, es decir, Banxico deberá definir en las convocatorias, las actividades prioritarias y estratégicas sobre la solución a la problemática del efecto traspaso, siendo este un instrumento adicional a la política financiera. Por consiguiente, es requisito hacer explícito en las convocatorias de montos

monetarios y compra de activos, que los recursos acomodados deberán presidir al financiamiento de proyectos específicamente encaminados a la producción de bienes e insumos estratégicos y cuya dependencia crece con el paso del tiempo, como por ejemplo, los aparatos mecánicos y partes eléctricas, manufacturas de plásticos, pastas, manufacturas de la industria de fundición y combustibles; además tener presente que dicho proceso se sumaría a la actual dinámica de inyección y extracción de liquidez, mas no sería una operación que desplace el funcionamiento ya existente, y a su vez canalice el gasto en infraestructura pública en proyectos que estarán integrados con los sectores considerados estratégicos para reducir el efecto traspaso.

En cuanto a la utilización de instrumentos que han sido efectivos con anterioridad, se sugiere que la reactivación del encaje legal podría ser otro mecanismo financiero que complementaría la utilización de convocatorias crediticias determinadas, además de ser uno de los requerimientos del conjunto de reformas internacionales de Basilea III que no se ha llevado a cabo en México. Al respecto, cabe señalar que si bien su utilización en el modelo ISI fue excesiva, es necesario considerar que la propuesta de canalización requiere de una regulación macroprudencial, la cual tenga por objetivo solicitar y exigir resultados sobre los proyectos financiados y de esta forma pueda ser un proyecto sostenido y de largo plazo; esta última característica, propia de la inversión considerada en el sector de bienes intermedios, en otras palabras, inversión que por su propia naturaleza implica un proceso de maduración prolongado.

A su vez, enfatizamos que no se repara en la idea de que dicho proceso tenga como finalidad principal, y sobre todo de mediano plazo, imitar la creación de bienes de capital o bienes altamente tecnificados ya existentes sino que el cambio y enfrentamiento a los escollos estructurales deberá ser en los sectores que en los próximos años sean aquellos de carácter innovador, además de tener en consideración la protección de los sectores clave de la economía actual, como lo es el sector de los energéticos, los cuales por su propia naturaleza de espera y maduración productiva, requerirán de la ayuda del gasto público, el cual actuaría bajo el presupuesto del monto crediticio en cuestión, de forma que tampoco existan proyectos ya existentes que sean desplazados (programas de asistencia social, seguridad social, entre otros).

Por su parte, en cuanto a la utilización de instrumentos de control directo como lo son la tasa de redescuento y la fijación sobre las tasas de interés, podrían ser anexados particularmente con dirección al consumo, dado que son operaciones de mayor relación entre usuarios y banca comercial.

En este punto cabe señalar que la asignación crediticia deberá ser de carácter preferencial, reparando en que deberá cumplir con ser un financiamiento de largo plazo, y asimismo cobrar tasas de interés moderadas, cobro que podría tener como garantía de liquidez al sistema de la banca de desarrollo, siendo esta otra rama de participación para la política fiscal; que a su vez podría tener como presupuesto parte de los recursos de los que dispondría el BC y que serían generados por las actividades ya mencionadas. Al respecto, sería conveniente que se tratase de un presupuesto, de forma que existiera un respaldo de liquidez para el BC y asimismo se definiera el alcance de la garantía de la banca comercial. A saber, a la aplicación de dichas tasas de interés preferencial, el fondeo podría provenir de los recursos captados por las AFORES, puesto que, por naturaleza, estas son inversiones de largo plazo y que en su defecto tienen como finalidad el mantenimiento del poder adquisitivo

de las aportaciones que se realizan por los ahorradores.

De esta forma, el cambio en la dinámica del encadenamiento productivo que pretendería la política monetaria a fin de evitar el efecto traspaso, tendría implicaciones en los niveles de rentabilidad, sin necesidad de incurrir en la exposición de los recursos captados por Banxico, y que asimismo, sean canalizados a la banca comercial, reparando en la garantía de liquidez del sistema de banca de desarrollo. A lo anterior, sumar como instrumento complementario al ahorro captado por las AFORES que incluso al ser un sector regido institucionalmente bajo una temática de inversión de bajo riesgo y liquidez inmediata, no presentaría problemáticas de especulación, y que tampoco presentaría inconvenientes de la inversión extranjera de la cuenta de capitales, al estar libre de dicho sector.

Por otra parte, sobre la utilización de algunos activos de deuda gubernamentales, es posible dar argumento sobre los Bonos de Desarrollo (BONDES), conocidos hasta 2006 como Bonos de Regulación Monetaria (BREM). Al respecto, Banxico emite por cuenta del gobierno federal dichos títulos de deuda como instrumento de inversión de bajo riesgo, así como de liquidez por su propio carácter de activo a plazo y de rendimientos determinados; no obstante, la mecánica de funcionamiento de dicho activo corresponde exclusivamente a la emisión y sistema de depósito por parte del BC. Por lo tanto, los fondos recaudados en ningún momento llegan a formar parte del presupuesto del gasto público, pero este último sí debe realizar el pago de intereses de los BONDES. Así, el objetivo de estos títulos es la regulación monetaria exclusivamente, considerando que la inflación es únicamente un fenómeno monetario, y de forma que el depósito de la masa monetaria sea el proceso de restricción del alza de precios. Por consiguiente, se sugiere que los recursos captados por los BONDES sean efectivamente canalizados al gasto público y de esta forma se tenga otra fuente de ingresos no solo para el pago de intereses de estos instrumentos, sino para dar una mayor significancia al impulso en la inversión de la economía mexicana.

Finalmente, un elemento que complementaría las convocatorias de créditos determinados, sería canalizar una parte de este monto crediticio hacia las Sociedades Anónimas Promotoras de Inversión (SAPI), así como a los Certificados de Capital de Desarrollo (CKD), los cuales cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, y que por su propia naturaleza solo pueden ser financiados por inversionistas institucionales, lo que reduce el componente especulativo sobre estos títulos, reflejo de la baja operatividad de estos, que a su vez propiamente cotizan solamente en el mercado primario. De esta forma proyectos ya existentes y que por definición requieren haber demostrado rentabilidad podrían ser impulsados por parte de esta nueva consideración de política monetaria y fiscal.

A saber, si la política monetaria de Banxico, tiene por objetivo la reducción de la aceleración de la tasa de inflación, finalidad que es incluso de carácter institucional, la viabilidad del proceso en cuestión no debería presentar obstáculos normativos, y al mismo tiempo este sería un instrumento que presentaría una mayor eficiencia al considerar los determinantes que influyen en la dinámica de la inflación así como su respectiva participación en la aceleración de la misma, al mismo tiempo de eliminar la actuación imparcial entre esta y la política fiscal, que finalmente en su dinámica actual termina por contravenir su operatividad entre ellas mismas.

Al respecto, estas propuestas no implican el desplazamiento de los instrumentos actuales, ni que la meta de inflación sea eliminada discrecional o institucionalmente, sino que el BC amplió la naturaleza de su funcionamiento al conocer que una de las razones del incremento en la tasa de inflación es el efecto traspaso del tipo de cambio y que la reducción de este efecto por medio de los mecanismos actualmente utilizados, solo mitiga la tendencia de una variable que ha sido y seguirá siendo una problemática financiera.

VIII.- REFERENCIAS

- Avendaño, V., López, M. y Perrotini, I. (2014). Crecimiento, productividad y empleo en México, 1960 – 2010. *Congreso sobre México 2014*. México: Universidad Iberoamericana.
- Banco de México. (2012). *Informe Anual*. México: Banxico.
- Bernanke, B. y Mishkin, F. (1997). Inflation targeting: a new framework for monetary policy? *Journal of Economic perspectives*, 97-116.
- García, A. y Perrotini, I. (2014). Modus operandi del nuevo consenso macroeconómico en Brasil, Chile y México. *Problemas del desarrollo*, 35-63.
- Lavoie, M. (2006). A post-keynesian amendment to the new consensus on monetary policy. *Metroeconomica*, 165-192.
- León-Ledesma, M. y Thirlwall, A. (2002). The endogeneity of the natural rate of growth. *Cambridge journal of Economics*, 441-459.
- Mantey, G. (1997). *Lecciones de economía monetaria*. México: UNAM.
- Meyer, L. (2003). Practical Problems and Obstacles to Inflation Targeting. *Inflation Targeting: Prospects and Problems Economic Policy Conference*. Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Mishkin, F. (2000). *What should Central Banks Do?* St. Louis: National Bureau of Economic Research.
- Pérez, D. (2013). Tipo de cambio nominal y apreciación cambiaria en México. *Economía Informa*, 67-94.
- Perrotini, I. (2007). El nuevo paradigma monetario. *Economía UNAM*, 64-82.
- Perrotini, I. (2014). El nuevo consenso en teoría y política monetaria. En S. Rivas, C. Aceves, E. Castillo y F. Venegas, *Teoría Económica: un panorama contemporáneo* (págs. 1-34). México: Universidad Panamericana, UDLAP, IPN.
- Rochon, L. y Rossi, S. (2007). Metas de inflación, desempeño económico y distribución del ingreso. En A. Girón y E. Correa, *Del Sur hacia el Norte: economía política del orden económico internacional emergente* (pág. 83). México: CLACSO.
- Ros, J. (2013). *Algunas tesis equivocadas sobre el estancamiento económico de México*. México: El Colegio de México.
- Taylor, J. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie- Rochester Conference Series on Public Policy* (págs. 195-214). Stanford: Stanford University.
- Taylor, J. (2005). Uso de Reglas de Política Monetaria en Economías de Mercado Emergentes. En *Estabilización y Política Monetaria: La Experiencia Internacional* (págs. 497-515). México: Banxico.
- Woodford, M. (2003). *Interest and Prices*. Princeton: Princeton University Press.
- Woodford, M. (2012). Inflation targeting and financial stability. En *Sveriges Riksbank Economic Review* (págs. 7-32). NBER Summer Institute.