

## **REPORTE DE INVESTIGACIÓN**

**1. Nombre del profesor:** Josefina León León\*.

**2. Número de proyecto registrado ante el Consejo Divisional:**

Este estudio es resultado del proyecto de investigación: Teoría y Política Monetaria: evaluación y perspectivas”, con registro No. 932.

**3. Línea de Generación y/o Aplicación del Conocimiento:** Política Económica.

**4. Área, Grupo de investigación:** Grupo de Macroeconomía Financiera.

**A) Título:** Inestabilidad financiera internacional y el papel de la política económica en México

### **B) Resumen**

La expansión de liquidez a nivel internacional ha mostrado limitaciones para impulsar a la economía real, lo cual continúa siendo un problema central. El objetivo de este artículo es analizar los impactos de esta política en la economía mexicana, particularmente nos interesa hacer énfasis en el comportamiento de algunas variables del sector externo, como la inversión extranjera de cartera, la inversión extranjera directa, el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) en el mercado de valores y la inestabilidad que en la actualidad ha mostrado el tipo de cambio.

En este contexto una reflexión importante es la siguiente: ¿qué papel han jugado los hacedores de política económica en México, particularmente en lo que se refiere a la política monetaria y cambiaria? Responder esta pregunta nos lleva a analizar las fortalezas y debilidades de la economía mexicana, ya que la estabilidad macroeconómica contrasta con los bajos niveles de crecimiento económico y generación de empleo.

### **C) Introducción**

“La economía de libre empresa se entrega a episodios recurrentes de especulación. Éstos- sucesos de pequeño y gran alcance, que afectan a billetes de banco, valores, propiedad inmobiliaria, obra de arte y otros bienes u objetos-, con el paso de los años y los siglos forman

---

\* Profesora del Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Azcapotzalco, e-mail: [leon2josefita@hotmail.com](mailto:leon2josefita@hotmail.com); [llmj@correo.azc.uam.mx](mailto:llmj@correo.azc.uam.mx)

parte de la historia...Ni la legislación ni un conocimiento de la economía más ortodoxa protegen al individuo y a la institución financiera cuando vuelve la euforia, induciéndoles a interrogarse, como en efecto sucede, sobre el aumento de los valores y la riqueza, sobre la carrera para participar que determina el alza de precios, y acerca del hundimiento que acabará produciéndose y de sus tristes y dolorosas secuelas".  
(Galbraith, 1990: 25).

Para hacer frente a la crisis financiera mundial de 2008-2009 las economías desarrolladas han aplicado políticas monetarias ortodoxas y heterodoxas que se han traducido en tasas de interés cercanas a cero y programas de flexibilización cuantitativa. Lo anterior ha generado un fenómeno de inflación en el precio de activos financieros como las acciones y los bonos, mientras que en economías como Japón, Inglaterra y los países de la zona euro se observan riesgos de deflación, lo que refleja una baja demanda agregada.

Por lo tanto, la expansión de liquidez ha mostrado limitaciones para impulsar a la economía real, lo cual continúa siendo un problema central. El objetivo de este artículo es analizar los impactos de esta política en la economía mexicana, particularmente nos interesa hacer énfasis en el comportamiento de algunas variables del sector externo, como la inversión extranjera de cartera, la inversión extranjera directa, el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) en el mercado de valores y la inestabilidad que en la actualidad ha mostrado el tipo de cambio.

En este contexto una reflexión importante es la siguiente: ¿qué papel han jugado los hacedores de política económica en México, particularmente en lo que se refiere a la política monetaria y cambiaria? Responder esta pregunta nos lleva a analizar las fortalezas y debilidades de la economía mexicana, ya que la estabilidad macroeconómica contrasta con los bajos niveles de crecimiento económico y generación de empleo.

El trabajo está integrado por tres apartados, en el primero se hace referencia de algunos planteamientos teóricos que han estudiado la inestabilidad financiera asociada a la especulación financiera y la generación de burbujas en el precio de los activos, que al estallar terminan en recesión económica. Se analizan brevemente las aportaciones de Keynes (1936), Kindleberger y Aliber (2012), Galbraith (1990), Minsky (1975) y Meltzer (1995), los autores anteriores hacen referencia a lo que en la literatura neoclásica es el

canal de precios de otros activos, que es una de las vías del mecanismo de transmisión de la política monetaria. En la segunda sección se analiza el papel de la política monetaria en México, veremos que dicha política juega un papel muy importante al establecer desde el punto de vista institucional las condiciones bajo las cuales el país hace frente a situaciones de crisis, como la vivida en 2008-2009 y que aún no termina. El período que se analiza es 2006-2014, aunque en el caso de algunas variables se mencionan datos de los primeros meses de 2015. Finalmente, en el último apartado se presentan las conclusiones del artículo.

## **D) Desarrollo**

### **1. Perspectivas teóricas de la inestabilidad financiera y las crisis económicas**

La crisis financiera mundial de 2008-2009 fue provocada por diferentes factores, entre los que se pueden señalar: i) La desregulación y liberalización del sistema financiero, ii) la innovación financiera que surgió a partir del mejoramiento tanto en la tecnología de las transacciones como en la tecnología de la información en telecomunicaciones, iii) los nuevos productos en la industria bancaria, como los derivados<sup>1</sup> y la titulización<sup>2</sup>, iv) la política monetaria expansiva aplicada en Estados Unidos para hacer frente a la fase de recesión que comienza a observarse en 2001 y se prolonga hasta el tercer trimestre del 2002.

Ante la recesión que empezó a mostrar la economía en 2001, aunado con el impacto de los atentados terroristas del 11 de septiembre, el gobierno de Estados Unidos aplica políticas de tipo expansivo con el fin de reactivar el crecimiento económico y reafirmar su poder a nivel mundial. A partir del 3 de

---

<sup>1</sup> Con el crecimiento de las bolsas de materias primas a nivel mundial, se desarrollaron nuevos conceptos del término mercancía, por lo tanto un *commodity* es todo aquello que sea subyacente en un contrato de futuros de una bolsa de productos establecida. En los contratos de futuro el vendedor acuerda proporcionar cierta materia prima estandarizada al comprador en una fecha futura específica a un precio acordado; los derivados financieros son contratos a futuro en instrumentos financieros, se llaman así porque sus pagos están vinculados a valores previamente emitidos que pueden usarse para cubrir el riesgo. Ver Mishkin (2014), pp.273-4.

<sup>2</sup> La titulización es el proceso de transformar activos financieros de otra forma no líquidos-como hipotecas residenciales, préstamos de automóvil y tarjetas de crédito por cobrar (que usualmente han sido el ingreso básico de las instituciones bancarias)-en valores de mercado de capital negociables. La titulización jugó un papel especialmente prominente en el desarrollo del mercado hipotecario de alto riesgo a mediados de la década de 2000, que finalmente desemboca en la crisis financiera mundial. *Ibid*, p.277.

enero del 2001 la tasa de interés de los fondos federales se reduce de 6.5 a 6 por ciento y continúa ajustándose a la baja de manera paulatina hasta 2003. De modo que a partir del 24 de mayo de 2003 alcanza un nivel históricamente bajo del 1 por ciento, el cual se mantiene hasta el 29 de junio de 2004, lo que da origen a la expansión del mercado hipotecario *subprime*.

Ante la caída en la tasa de los fondos federales la actividad económica empieza a recuperarse y los bancos comerciales incrementan sus créditos hipotecarios sin medir los riesgos, confiados en que la etapa de auge se retroalimentaría en el mediano y largo plazo. La burbuja de bienes raíces que se empieza a observar en los mercados de Estados Unidos era una burbuja de deuda, en la cual siempre y cuando la garantía fuera una casa, parecía que cualquiera podía pedir prestado casi tanto dinero como quisiera<sup>3</sup>. Posteriormente, como señala Obregón (2011), la abrupta subida de tasas de interés que implementaron tanto Greenspan como Bernanke en el período 2005-2007, hace colapsar el mercado de hipotecas *subprime*.

“La contracción en el salario real de los trabajadores asociada con el aumento en las tasas de interés, empezó a generar presiones en los agentes económicos altamente endeudados, de manera que empezaron a enfrentar serias dificultades para seguir cubriendo el pago de intereses asociado a los créditos hipotecarios. Ante la reducción en la capacidad de compra disminuye también la demanda agregada, factor que vino a acentuar los efectos recesivos de la crisis económica (León, 2014: 89).

La caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008 se convierte en el punto de inflexión que marca el inicio de la crisis financiera mundial en el siglo XXI, una crisis que continúa y que ha tenido impactos tanto en los mercados financieros como en el sector real de las economías. La crisis ha tenido diferentes etapas y también ha estado asociada a importantes movimientos sociales, como las revoluciones de la Primavera Árabe, que exigen profundos cambios sociales en los gobiernos en gran parte de los países árabes, como Túnez, Egipto, Libia y Baréin<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> En un artículo anterior analizamos con detalle la política monetaria expansiva que se ha implementado en Estados Unidos para hacer frente tanto a la recesión económica de 2001 como a la crisis financiera mundial de 2008-2009. Ver León (2014).

<sup>4</sup> La Primavera Árabe hace referencia a una serie de alzamientos populares en los países árabes acontecidos desde 2010 hasta la actualidad. Calificados como revoluciones por la

En la primera etapa se empiezan a manifestar a mediados de 2007 los primeros signos de la crisis en el mercado de crédito inmobiliario en Estados Unidos, posteriormente los problemas se acentúan cuando se rompe la burbuja en el mercado de crédito hipotecario no solo en Estados Unidos, sino también en otros países como Gran Bretaña, Irlanda, Islandia y España, lo que genera la crisis financiera mundial de 2008-2009. Para hacer frente a esta grave situación los gobiernos de los países desarrollados aplican políticas económicas de carácter contra cíclico, tanto de carácter fiscal como monetario. Con lo anterior hay un regreso de las ideas de Keynes al escenario mundial, aspecto que señala Robert Skidelsky, quien considera que “Keynes proporciona un modo inmensamente fructífero de comprender la profunda recesión que estamos viviendo, para sugerir políticas que nos saquen de ella, para asegurar, en la medida en que sea humanamente posible, que no seguiremos cayendo en hoyos como el actual, y para comprender la condición humana” (Skidelsky, 2009: 18).

La segunda fase de la crisis en 2010 se refleja en la generación de desequilibrios presupuestales en las cuentas del sector público y niveles acentuados en la Deuda soberana en países como Grecia, Portugal, Irlanda, España y Estados Unidos. Para hacer frente a esta situación se sigue dando continuidad a la política monetaria laxa, pero en materia de política fiscal se empiezan a aplicar medidas de carácter contractivo con el argumento de que es necesario tener finanzas públicas sanas. En una tercera etapa, que podemos ubicar desde 2014 a la actualidad, se empiezan a generar riesgos de deflación sobre todo en los países de la zona del euro y en economías como Inglaterra y Japón. Asimismo el agravamiento de la crisis en naciones como Grecia.

Los países no están exentos de sufrir procesos de inestabilidad financiera y crisis económica, lo que genera el interés de varios autores por analizar estos períodos, en 1978 Charles Kindleberger publicó la primera edición de su obra sobre la historia de las crisis financieras, *Manías, pánicos y*

---

prensa internacional, la cadena de conflictos comenzó con la revolución en Túnez, en diciembre de 2010. Las protestas árabes también se han presentado en economías como: Argelia (2011), Jordania (2011), Líbano (2011), Marruecos (2011), Omán (2011), Kuwait (2011-2012) y Sudán (2011-2013). Ejemplo de protestas en países islámicos (no árabes) son: Irán (2011) y Turquía (2013). Además, hay Guerra Civil en Yemen (2011), Siria (2011) y Libia (2011). Ver [http://es.wikipedia.org/wiki/Primavera\\_Árabe](http://es.wikipedia.org/wiki/Primavera_Árabe) (consultado el 16 de mayo, 2015).

*cracs*, en la que hace un análisis de las principales crisis que han azotado al mundo. Una burbuja especulativa (llamada también burbuja económica, financiera o de mercado) se produce cuando el movimiento de precios del activo no refleja los cambios en el valor fundamental, el valor fundamental es el valor descontado de los rendimientos futuros esperados de dicho activo<sup>5</sup>. La burbuja especulativa puede estar asociada con cualquier bien objeto de deseo, como terrenos, viviendas, oro, dólares o hasta tulipanes, como sucedió en Holanda a partir de 1630. La especulación lleva a nuevos compradores a comprar con el fin de vender a un precio mayor en el futuro, lo que provoca una espiral de subida continua y alejada de toda base factual. El precio del activo alcanza niveles absurdamente altos hasta que la burbuja acaba estallando, debido al inicio de la venta masiva del activo cuando hay pocos compradores dispuestos a adquirirlo. Esto provoca una caída repentina y brusca de los precios, llevando a precios muy bajos, incluso inferiores a su nivel natural, dejando tras de sí una gran cantidad de deudas, dado que normalmente las burbujas financieras son acompañadas por la expansión del crédito. Esto se conoce como *crash*<sup>6</sup>, término que es similar a *crack* o *cracs*.

Kindleberger llama *manías* a los excesos especulativos, “describe el desenfrenado patrón de compras, a menudo un aumento de los precios acompañado de un incremento en el volumen de intercambios comerciales, los individuos se muestran ansiosos de comprar antes de que los precios aumenten. El término “burbuja” sugiere que cuando los precios dejen de subir, lo más probable-casi con seguridad-es que empiecen a descender” (Kindleberger y Aliber, 2012: 21). La *manía* es la pérdida de contacto con la racionalidad, tal vez incluso algo próximo a la histeria colectiva. La historia económica está llena de *manías*, *manías* de canales, de ferrocarriles, de sociedades anónimas, de bienes raíces, de precios de acciones-aumentos repentinos de la inversión en una actividad en particular. La teoría económica presupone la racionalidad económica, de ahí que las *manías* no deberían

---

<sup>5</sup> Ver Brian Snowdon y Howard R. Vane, *An Encyclopedia of Macroeconomics*, Edward Elgar, 2002, USA, pp. 668-671.

<sup>6</sup> Ver: [http://es.wikipedia.org/wiki/Burbuja\\_económica](http://es.wikipedia.org/wiki/Burbuja_económica) (consultado el 29 de mayo, 2015).

ocurrir. Pero hay una desconexión en el hecho de que las *manías* ocurren en la realidad de manera episódica y la suposición de la racionalidad económica<sup>7</sup>.

La palabra *manías* tienen que ver con la irracionalidad en el comportamiento de los agentes económicos, lo que hace recordar el término de *animal spirits* que Keynes enfatiza en la *Teoría General* (1936). Keynes al explicar las desviaciones del pleno empleo subraya la importancia de los espíritus animales. Él señala que juegan un papel fundamental en los cálculos de los empresarios. Si las personas tienen incertidumbre al tomar decisiones, estas solo pueden ser el resultado de los espíritus animales que se originan en impulsos espontáneos a la acción. No son, como la teoría económica racional dictaría, "el resultado de la media ponderada de beneficios cuantitativos multiplicado por las probabilidades cuantitativas"<sup>8</sup>.

Para George A. Akerlof y Robert J. Shiller (2010) los espíritus animales son algo más que confianza, medida por indicadores de confianza. Sostienen que la disminución de los espíritus animales constituye el principal motivo de la severa crisis económica en 2008-2009 y que a pesar de que hay indicadores económicos positivos, no observan una tendencia clara de que hayan revivido aún los espíritus animales.

Entre las crisis a las que hace referencia Kindleberger se encuentra la euforia especulativa de los tulipanes en el siglo XVII, la burbuja de los Mares del Sur en 1720, la Gran Depresión de 1929-1933 y la estanflación económica de la década de los setenta. En ediciones posteriores de esta obra incorpora la crisis de la deuda externa en la década de los ochenta, el lunes negro el 19 de octubre de 1987, cuando los mercados de valores de todo el mundo se desplomaron en un espacio de tiempo muy breve; y en el marco de la globalización económica la crisis de balanza de pagos en la economía mexicana en 1994-1995, a la que le sigue la crisis asiática de 1997-1998 (en que se vieron involucrados países como Tailandia, Indonesia, Corea del Sur, Filipinas y Malasia), Rusia y Brasil en 1998-1999 y el colapso de Argentina a fines de 2001. La quinta edición se publicó después del estallido de la burbuja de las acciones de las empresas puntocom a finales de la década de 1990 en Estados Unidos. Robert Aliber, que es profesor en la Universidad de Chicago,

---

<sup>7</sup> Ver Kindleberger y Aliber (2012), p. 59.

<sup>8</sup> Ver Akerlof y Shiller (2010), p.3.

decide actualizar la obra de Kindleberger para analizar la crisis financiera mundial de 2008-2009. Por lo tanto, la obra de Kindleberger y Aliber (2012) contiene un recuento de la historia financiera y las principales crisis hasta la actualidad.

Empresas puntocom es un término que se refiere a un período de crecimiento en los valores económicos de empresas vinculadas a Internet. Durante 1997 y 2001 las bolsas de valores de los países occidentales vieron un rápido aumento de su valor debido al avance de ese tipo de empresas, el aumento creciente en el precio de sus acciones asociado con la especulación financiera y la gran disponibilidad de capital de riesgo crearon una exuberancia irracional que terminó en el estallido de la burbuja.com, lo que es un antecedente para la larga recesión que en la actualidad se vive en las naciones occidentales.

La exuberancia irracional es una frase usada por Alan Greenspan<sup>9</sup> en un discurso realizado en el *American Enterprise Institute for Public Research* durante el boom bursátil de los años noventa. La frase del 5 de diciembre de 1996 fue interpretada por los expertos como un aviso sobre la posible sobrevaloración del mercado bursátil y financiero. El objetivo fundamental del Fondo de la Reserva Federal (Fed) es lograr la estabilidad macroeconómica y la estabilidad financiera; en la estabilidad macroeconómica se trata de conseguir un crecimiento estable de la economía, evitando grandes oscilaciones, así como mantener la inflación baja y estable. “Sin embargo, un factor que seguirá complicando esa tarea es la creciente dificultad de fijar la noción de qué constituye un nivel general de precios estable... ¿Dónde marcamos la línea de qué precios importan? Desde luego, los precios de los bienes y servicios que se producen en la actualidad-nuestra medida básica de la inflación-, importan. Pero ¿qué hay de los precios futuros? ¿O, más importante aún, los precios de los títulos sobre futuros bienes y servicios, como los valores de renta variable, las propiedades inmobiliarias y otros activos rentables? ¿Es la estabilidad de esos precios esencial para la estabilidad de la economía?

---

<sup>9</sup> Ex presidente de la Reserva Federal de EE.UU. durante el período del 11 de agosto de 1987 al 31 de enero de 2006.

Está claro que una inflación baja sostenida conlleva menos incertidumbre sobre el futuro y que unas menores primas de riesgo conllevan precios superiores para las acciones y otros activos rentables. Podemos constatarlo en la relación inversa exhibida por los ratios precio/beneficio y el índice de inflación en el pasado. Pero ¿cómo saber cuándo una exuberancia irracional ha provocado una escalada indebida de los valores de los activos, que luego se verán sujetos a contracciones inesperadas y prolongadas, como ha sucedido en Japón en la última década?” (Greenspan, 2008: 200-201).

La preocupación que plantea Greenspan y que un número de economistas están considerando en la actualidad ya había sido señalada por Irving Fisher a principios del siglo XX en su obra *The Nature of Capital and Income* (1906), en la cual se pregunta: ¿Por qué debemos de tener en cuenta el precio de los bienes y servicios y no el precio de los activos?<sup>10</sup>

Por su parte J.K. Galbraith (1990), uno de los economistas más brillantes e influyentes del siglo XX, es también un autor importante que estudia la generación de burbujas especulativas que terminan por estallar y llevar a los países a las crisis económicas, en su *Breve historia de la euforia financiera*, el autor hace un recuento de las crisis más relevantes de la historia, desde la tulipomanía<sup>11</sup> hasta el crash de 1987 y enfatiza las características que comparten con el propósito de extraer lecciones válidas para tratar de prevenir situaciones similares. Sin embargo, no se aprenden las lecciones de la historia, ya que en la crisis financiera mundial de 2008-2009 se encuentran de nuevo muchas similitudes en relación a crisis anteriores. Un aspecto que nos parece importante señalar del enfoque de este autor es su rechazo a la modelización matemática que entonces, y aún ahora, predomina en el análisis económico, en su perspectiva los modelos formalizados están alejados de la realidad al no considerar adecuadamente “la influencia en la economía de disciplinas como la

---

<sup>10</sup> Citado en Cox (2008), p. 172.

<sup>11</sup> Período de euforia especulativa que se produjo en los Países Bajos en el siglo XVII. El objeto de especulación fueron los bulbos de tulipán, cuyo precio alcanzó niveles desorbitados, dando lugar a una gran burbuja económica y una crisis financiera. Constituye uno de los primeros fenómenos especulativos de los que se tiene noticia. El relato de estos acontecimientos fue popularizado por el periodista escocés Charles Mackay, que lo señala en su libro *Memorias de extraordinarias ilusiones y de la locura de las multitudes* (1841). Ver <http://es.wikipedia.org/wiki/Tulipomania> (consultado el 21 de mayo, 2015).

política, la sociología, la psicología y otras disciplinas que tienen difícil encaje en el enfoque simplista de los modelos matemáticos” (Galbraith, 1990: 8).

En la generación de burbujas hay una serie de etapas que se repiten una y otra vez, en el caso de la burbuja asociada con los tulipanes Galbraith señala que en la primera fase de la burbuja los precios empezaron a subir y muchas personas se hicieron ricas comprando bulbos de tulipán y vendiéndolos poco después a precios más altos. La irracionalidad de los precios se hizo manifiesta cuando algunos cambiaban su casa por un bulbo de tulipán. En la segunda etapa muchas familias se empezaron a endeudar de forma extrema con el fin de poder comprar más bulbos, el deseo de ganar dinero rápido generó una ceguera colectiva. La creencia era que los precios de las plantas ornamentales siempre subirían y nunca bajarían, los especuladores apuestan como si fuera un juego de azar en un casino, así se sigue hasta que se pasa a la tercera fase en la que los precios ya no suben más, es cuando estalla la burbuja y los precios empiezan a caer en picada. Los tenedores de notas de crédito respaldadas con flores que aún no se recolectaban (lo que implica un mercado de futuros) trataron de vender para evitar las pérdidas, pero se generó una psicosis colectiva en la bolsa de valores, ya nadie quería comprar y los precios se hundieron. En la última fase se presentó en Holanda una situación de miedo, pánico, histeria y ruina, lo que llevó al país a una prolongada crisis.

Paul Krugman, premio Nobel de economía en 2008 también es un autor interesado en explicar el origen de las crisis financieras y la manera como debe actuar el gobierno a través de la política económica. En su libro *De vuelta a la economía de la Gran Depresión y la crisis del 2008* (2009) explica diferentes fenómenos económicos de la Gran Depresión de los años treinta y de cómo reaparecen a finales del siglo XX y nuevamente a comienzos del XXI. En su perspectiva las crisis de los noventa en América Latina y Asia fueron una advertencia que señalaba lo que podía ocurrir después, sin embargo, a pesar de las advertencias las decisiones siguieron siendo equivocadas y las consecuencias han sido de una magnitud mayúscula al estallar la crisis financiera global. En su opinión, en vez de improvisar teorías para resolver los nuevos problemas, hubiera bastado recurrir a los métodos inspirados en J. M. Keynes para volver a encontrar el rumbo.

Keynes en la *Teoría General* (1936) señala que las actividades especulativas son inherentes a las economías capitalistas y que por lo tanto las fluctuaciones cíclicas son inevitables. Pero el problema se genera cuando el espíritu especulativo domina al espíritu de empresa, es decir, cuando las inversiones en activos financieros como acciones, bonos y derivados resultan más rentables que la inversión productiva generadora de empleo. El movimiento cíclico son las tendencias ascendentes y descendentes que terminan por invertirse; un movimiento cíclico se genera cuando al progresar el sistema, en dirección ascendente, las fuerzas que lo generan toman impulso y producen efectos acumulativos unos sobre otros, pero pierden gradualmente su potencia hasta que tienden a ser reemplazados por las operantes en sentido opuesto hasta que decaen y dejan sitio a sus contrarias<sup>12</sup>.

En Keynes la inversión depende de la eficacia marginal del capital (EMK) y de la tasa de interés monetaria; de acuerdo con Dillard (1963) la EMK es equiproporcional al tipo de descuento que lograría igualar el valor presente de la serie de anualidades dada por los rendimientos esperados del bien de capital, durante el tiempo de su vida, a su precio de oferta. El precio de oferta es igual a los rendimientos previstos descontados.

Para Keynes la EMK no depende sólo de la abundancia o escasez de bienes de capital y el costo corriente de producción, sino también de las expectativas actuales respecto al rendimiento previsto o futuro de los bienes de capital y esto último hace que la eficacia marginal del capital sea inestable. La explicación de la crisis no es principalmente el aumento de la tasa de interés sino el colapso de la eficiencia marginal del capital y que una vez que se genera esta situación, la disminución de la tasa de interés puede ser de gran ayuda para la recuperación, pero el colapso puede ser tan completo que no basta ninguna reducción factible de la tasa de interés.

Como la EMK se expresa en un porcentaje anual, puede ser comparada con la tasa de interés, para que aumente la inversión es necesario que la eficacia marginal del capital sea mayor que la tasa de interés y aquí es importante el papel que juega la política monetaria del banco central y el otorgamiento de crédito de los bancos comerciales. En la *Teoría General*

---

<sup>12</sup> Ver el capítulo 22 de la *Teoría General* (1936) de Keynes que se llama Notas sobre el ciclo económico.

Keynes señala de manera marginal el papel del crédito cuando habla de los riesgos que afectan el volumen de inversión, dice que el riesgo del prestamista se genera al existir un sistema de prestar y tomar prestado, ya que la concesión de crédito requiere de un margen de garantía real o personal<sup>13</sup>. La persona que se dedica a prestar dinero cobra un interés por el préstamo y el riesgo que enfrenta es que el prestatario, por diferentes causas, eluda el cumplimiento de la obligación, lo que Keynes llama azar moral y en la actualidad se conoce como riesgo moral<sup>14</sup>

La postura de Keynes respecto a la tasa de interés la plantea en un artículo que se llama "*The Ex-Ante Theory of the Rate of Interest*" (1937), en el cual señala que cuando el empresario decide invertir tiene que cumplir con lo siguiente: debe de tener suficiente financiamiento a corto plazo para realizar la inversión o eventualmente financiar sus obligaciones de corto plazo recurriendo a una deuda que se va a pagar en el largo plazo. Es así como la oferta de financiamiento necesaria para la inversión ex-ante está en función del estado de inyección de liquidez, es decir, de la preferencia por la liquidez, de su previsión en relación a si podría auto-financiarse en determinado momento y de la oferta de dinero disponible, la cual es regulada por el sistema bancario. "En términos generales, por lo tanto, la tasa de interés relevante para la inversión ex-ante es la tasa de interés determinada por el stock actual del dinero y el estado de la preferencia de liquidez en la fecha en que el financiamiento requerido por las decisiones de inversión se lleva a cabo" (Keynes, 1937:4).

Keynes supone que el financiamiento se suministra en su totalidad por los bancos y esto explica por qué la política monetaria es tan importante para determinar el ritmo al que se puede realizar la nueva inversión. "El Dr. Herbert me ha sugerido que se podría considerar a la tasa de interés determinada por la interacción de las condiciones en que el público desea tener mayor o menor liquidez y aquellas en las que el sistema bancario está listo para otorgar o no liquidez. Y esto es, creo, una manera de

---

<sup>13</sup> Ver Keynes (1936), p.132.

<sup>14</sup> En la literatura de la Nueva Economía Keynesiana el riesgo moral es un problema que se asocia a la presencia de información asimétrica y se modela como un problema del agente-principal.

aportar una explicación para la liquidez en la teoría de la tasa de interés particularmente en el campo de las finanzas” (Keynes, 1937:5).

Por lo tanto, para aumentar la actividad económica y el empleo es importante que los bancos disminuyan su tasa de interés con el fin de impulsar la inversión, ya que la inversión se puede ver limitada si hay escasez de dinero en efectivo, pero nunca podrá verse frenada si hay escasez de ahorro.

Por otra parte, una caída de la eficacia marginal del capital también tiende a reducir la propensión marginal al consumo, porque entraña una disminución considerable en el valor del mercado de los valores de rendimiento variable en la bolsa. Influye negativamente sobre todo a los deudores. “En condiciones de *laissez-faire*, quizá sea imposible evitar las fluctuaciones amplias en la ocupación. Sin un cambio trascendental en la psicología de los mercados de inversión, cambio que no hay razón para esperar que ocurra” (Keynes, 1936: 285). El deber de ordenar el volumen actual de inversión no puede dejarse con garantías de seguridad en manos de particulares.

Un autor post-keynesiano que intenta recuperar el aliento revolucionario de la *Teoría General* es Hyman P. Minsky (1975), en su interpretación subraya el papel del sistema financiero, analiza la relación que se establece entre la inversión y los mercados financieros, señala que son las relaciones entre la producción y el financiamiento de la inversión el punto central que hace a la economía capitalista cíclica e inestable. El sistema económico se enfrenta a situaciones de auge, crisis, deflación, estancamiento, expansión y recuperación, estos estados son transitorios. “La estabilidad no sólo es una meta inalcanzable, sino que siempre que se logra algo cercano a la estabilidad, se echan a andar procesos de desestabilización” (Minsky, 1975: 71).

Cuando Keynes hace referencia al sistema financiero analiza los mercados de dinero y bonos; asimismo, al abordar el tema de *El estado de las expectativas a largo plazo*, presenta algunas ideas importantes en relación al papel que juega el mercado de acciones en las decisiones de inversión de los empresarios, en su perspectiva las formas como se decide la inversión han cambiado a raíz del desarrollo de los mercados de inversión organizados. “Las revaluaciones diarias de la bolsa de valores, aunque se hacen con el objeto principal de facilitar traspasos entre individuos de inversiones pasadas, ejercen

inevitablemente influencia decisiva sobre la tasa de las inversiones corrientes...Por eso ciertas clases de inversiones se rigen por el promedio de las expectativas de quienes trafican en la bolsa de valores” (Keynes, 1936: 138). La liquidez de los activos de capital y su corriente esperada de ingresos constituyen dos factores determinantes de su valuación en el mercado, pero las decisiones de inversión de cartera, basadas en la ganancia de capital, se pueden convertir en un serio obstáculo para mantener un nivel adecuado de empleo.

De acuerdo con Minsky, en la *Teoría General* no hay una consideración precisa de los diferentes estados que enfrenta la economía, los cuales están fuertemente determinados por el comportamiento financiero y, aunque se sugieran, los detalles financieros de la economía no se investigan ni cabal ni sistemáticamente. También señala que el modelo IS-LM propuesto por J.R. Hicks en 1937 “viola la complejidad del proceso de determinación de la inversión considerado por Keynes. En las obras especializadas, en vez de resolverse, se han pasado por alto los enigmas acerca de la determinación de la inversión planteada por Keynes” (Minsky, 1975: 47). Adicionalmente, le parece que los modelos convencionales que incluyen elementos derivados de la *Teoría General*, son: ya sea triviales, incompletos, inconsistentes o indiscernibles en cuanto a sus resultados de los antiguos modelos de la teoría cuantitativa<sup>15</sup>. La interpretación que propone Minsky se basa en su trabajo sobre la hipótesis de la inestabilidad financiera y en la obra de economistas que se apartaron de la interpretación clásica: Joan Robinson, G. L.S. Schackle, Nicholas Kaldor, Sidney Weintraub, Paul Davidson, Robert Clower y Axel Leijonhufvud. La hipótesis de la inestabilidad financiera planteada por Minsky explica la inestabilidad financiera como resultado del propio funcionamiento de una economía capitalista, por lo tanto, se manifiesta de manera endógena más que como resultado de un choque exógeno. De esta manera, el propio sistema contiene elementos intrínsecos que lo llevan a una situación de crisis de carácter financiero. La fragilidad financiera no es consecuencia de accidentes

---

<sup>15</sup> Ver el capítulo 2 de la obra de Minsky (1975) que se llama: *La sabiduría convencional: la interpretación clásica de Keynes*, pp.30-64.

ni de errores de política económica, sino que es la propia economía la que endógenamente desarrolla esta inestabilidad<sup>16</sup>.

Minsky rechaza que sea la autoridad monetaria la que de manera exógena determine la cantidad de dinero en circulación, en su perspectiva el dinero es endógeno, es decir, la cantidad de dinero no solo dependerá de la oferta monetaria que el banco central ofrezca, también juega un papel muy importante la creación de crédito generado por los bancos comerciales. En consecuencia, la visión endógena de la creación del dinero queda supeditada a que la demanda de financiación para la inversión es la que determina, de manera endógena y complementaria a la oferta, la cantidad de dinero total en circulación.

El autor profundiza en el estudio de las instituciones financieras, la inestabilidad financiera y el ritmo de inversión; señala que el mercado de acciones juega un papel importante en el impulso de la inversión productiva, las empresas que tienen la capacidad de financiarse a través de las ventas de acciones pueden incrementar sus niveles de inversión, empleo y producción. Pero el riesgo se produce cuando se empieza a generar una burbuja especulativa en el mercado de valores, que al estallar termina con la fase ascendente del ciclo económico y da paso a la etapa recesiva, que se acompaña de incertidumbre y caída de la inversión.

Como los bancos tienen la capacidad de crear dinero, las empresas pueden recurrir al crédito bancario e invertir por encima de sus capacidades de autofinanciación. Esa situación conlleva una serie de repercusiones a la estabilidad financiera, pudiendo llegar a ocasionar crisis de carácter financiero en la economía. De acuerdo con Skidelsky (2009), Minsky describe un sistema financiero que transforma la inversión en especulación, seguida por colapso. Por ello en el momento álgido de la crisis de 2008-2009 los periodistas económicos entraron en debate en relación a si se presentaba un “momento Minsky”. Pero en la teoría dominante se hace caso omiso y se ignora por completo a este autor.

Allan Meltzer es un autor representativo de la escuela monetarista,

---

<sup>16</sup> Para Minsky, la presencia de la inestabilidad financiera sistémica es la que origina las crisis de carácter financiero. Las crisis no son consecuencia de algún comportamiento irracional de los agentes económicos (empresas básicamente) sino del criterio bajo el cual los agentes toman sus decisiones, es decir, bajo el criterio de la máxima rentabilidad posible.

corriente que en la década de los setenta alcanza su esplendor cuando Milton Friedman recibe el Premio Nobel de economía en 1976. El monetarismo cobró fuerza porque sirvió de inspiración a la filosofía neoliberal y los cambios en política económica que a fines de la década de los setenta y principios de los ochenta emprendieron Ronald Reagan en Estados Unidos y Margaret Thatcher en Inglaterra. En el terreno de la teoría macroeconómica la contrarrevolución monetarista de Friedman influye de manera importante en Robert Lucas, que emprende la revolución de las expectativas racionales y establece la nueva economía clásica, enfoque que considera que el libre funcionamiento de los mercados lleva a la asignación eficiente y óptima de los factores productivos.

Allan Meltzer (1995) considera que la política monetaria puede afectar al sistema económico a través de diferentes canales, que la inversión y el consumo de bienes duraderos son sensibles a los movimientos en la tasa de interés, canal al que se hace referencia en el modelo keynesiano. Pero de acuerdo a los keynesianos en una situación de trampa de liquidez o de inversión insensible a las variaciones en la tasa de interés, la política monetaria es ineficaz para influir en los niveles de producción y empleo, por lo que ante una situación de depresión económica y deflación recomiendan una política fiscal expansiva. Meltzer argumenta que aún en una situación de trampa de liquidez en el que las tasas de interés están en niveles cercanos a cero, la política monetaria expansiva puede tener efectos en el sistema económico porque la mayor cantidad de dinero en la economía promueve también la compra de activos financieros como los bonos y las acciones, por lo tanto, la existencia de mayor liquidez fomenta la especulación y la inflación en el precio de los activos financieros, por lo tanto, en el corto plazo se genera un proceso de distorsión de precios relativos. Adicionalmente, es de esperarse que el ascenso en el precio de las acciones impulse la inversión productiva de las empresas a través de la teoría de la “ $q$ ” de Tobin y que la mayor demanda de bonos y otros activos por parte de las familias genere un efecto riqueza que incida positivamente en el aumento del consumo.

## 2. Política económica en México y los riesgos de la inversión extranjera de corto plazo

Uno de los fenómenos económicos que se han observado en el período posterior a la crisis financiera global de 2008-2009 es que continúa de manera acentuada el proceso de especulación financiera, el cual es alimentado en gran parte por las políticas monetarias expansivas implementadas sobre todo en los países desarrollados. En el cuadro 1 se muestra la tasa de interés objetivo en algunos países, estos niveles de tasas de interés son históricamente los más bajos, es de señalar que la situación de depresión es tan grave que en Suiza se tiene incluso una tasa de interés negativa, lo que es inédito en el análisis de la teoría monetaria.

Cuadro 1

Tasa de interés objetivo  
(Enero 2015)

País	Porcentaje
Estados Unidos	0.00%-0.25%
Japón	0.10%
Inglaterra	0.50%
Unión Europea	0.05%
Suiza	-0.75 %

Fuente: Elaborado con base en datos de Bancos Centrales.

El objetivo de la política monetaria laxa de mantener en niveles cercanos a cero las tasas de interés y de aplicar políticas heterodoxas de inyección de liquidez a través de la compra de bonos públicos y de activos tóxicos, tiene como fin incentivar los niveles de consumo, inversión y exportaciones, para que el aumento en la demanda agregada promueva la generación de empleo y crecimiento económico, haciendo frente también a los riesgos de deflación, los cuales se presentan sobre todo en Europa y Japón.

Los bancos centrales consideran que el canal de crédito es muy importante en la reactivación de la actividad económica y la generación de empleo, muestra de ello son las medidas tomadas por el Banco Central

Europeo (BCE), que a principios de junio de 2014 bajó su tasa de referencia de 0.25 a 0.15 por ciento, pero lo que más llamó la atención es el hecho de que confirmó una tasa negativa para los depósitos bancarios de menos 0.1 por ciento. Con esta medida, se pretende inducir a los bancos que operan en la eurozona a prestar, en lugar de tener los recursos congelados en el instituto central. Si no otorgan crédito y depositan sus remanentes de liquidez en el BCE tendrán entonces que pagar 0.10 por ciento. La tasa negativa para depósitos bancarios fue interpretada por analistas como una especie de impuesto y la expectativa es que los bancos tratarán de no pagarlo, lo que incentivará la reactivación del crédito<sup>17</sup>. El 4 de septiembre de 2014 el BCE recorta de nuevo su tasa de referencia y la lleva al mínimo histórico de 0.05 por ciento, asimismo, la tasa negativa para los depósitos bancarios pasa de -0.10 por ciento a -0.20 por ciento.

Consideramos que ante la grave situación de recesión que se vive en la actualidad la política monetaria expansiva es una medida adecuada, sin embargo la tasa de interés y el crédito no son los únicos canales de transmisión de la política monetaria, en la sección anterior señalamos que la expansión del crédito también aumenta la especulación financiera a través del ascenso en la demanda de activos financieros, lo que se refleja en un proceso de inflación en su precio y el riesgo que se presenta es que de nuevo se pueden generar burbujas especulativas, que al estallar generen lo que Kindleberger llama *cracs*.

Ahora bien, ¿cuáles son los impactos de este tipo de política en una economía como México? Nuestro país se caracteriza por ser una economía pequeña tomadora de precios, desde la década de los ochenta ha realizado profundos cambios en su política económica que lo han llevado a convertirse en una de las economías más abiertas a nivel global. Por ejemplo, durante el período de 2008 a 2012 los niveles de comercio (suma de exportaciones e importaciones) en relación al producto interno bruto (PIB) se ubicaron en promedio en 58.62 por ciento, comparables con la economía chilena (61.8 por ciento), que también es una de las más abiertas a nivel mundial. Para darnos una idea, el comercio de mercancías como porcentaje del PIB para este mismo

---

<sup>17</sup> Sandoval, Antonio, "Histórico "impuesto" del BCE al sistema bancario". El Financiero, 6 de junio, 2014, p. 37.

período representó en China el 49.64 por ciento; en India 38.18 por ciento; en Brasil 20.02 por ciento; en Estados Unidos 23.14 por ciento y en Canadá 51.84 por ciento<sup>18</sup>. En lo que respecta al mercado de capitales nuestro país ha liberalizado su sistema financiero para promover la entrada de flujos de capital con no residentes y es ampliamente accesible para inversores extranjeros, motivo por el que el Fondo Monetario Internacional (2006) lo califica como país en vías de desarrollo y mercado emergente.

En materia de política cambiaria México tiene flotación administrada del tipo de cambio, lo que significa que el tipo de cambio se determina tanto por la interacción entre la demanda y oferta de dólares como por la intervención del Banco de México (Banxico), que de acuerdo con las autoridades monetarias, tiene como fin evitar fluctuaciones excesivas del tipo de cambio. La demanda de dólares está asociada a factores como las importaciones, el pago de deudas y obligaciones, la especulación con el tipo de cambio, el turismo de mexicanos en el exterior y la inversión extranjera de los residentes del país en el extranjero. Por su parte, la oferta de dólares depende de las exportaciones, las remesas, el turismo, la inversión extranjera directa y la inversión de cartera (se le conoce también como inversión de capital de corto plazo o inversión especulativa).

En política monetaria se siguen las ideas de la teoría dominante, el Nuevo Consenso Monetario establece el régimen de metas de inflación, que es una forma particular de manejo de la política monetaria cuyo objetivo principal es el control de la inflación a través del manejo de la tasa de interés de corto plazo. La hipótesis fundamental que sustenta este tipo de política es la siguiente: el componente de la demanda agregada más sensible a variaciones en la tasa de interés es la inversión. Por lo tanto, los movimientos de la tasa de interés afectarían la inversión, de allí a la demanda agregada y finalmente a los precios. En política fiscal se impone el equilibrio de las finanzas públicas como condición para evitar presiones inflacionarias. En este caso es de subrayar que se considera que el logro de la estabilidad de los precios es un prerequisite para impulsar el crecimiento económico y la generación de empleo, la teoría

---

<sup>18</sup> Cálculos realizados con base en datos del Banco Mundial ([datos.bancomundial.org](http://datos.bancomundial.org)).

solo hace referencia de un único instrumento, que es la tasa de interés, pero en la práctica el Banxico utiliza también al tipo de cambio.

Como señalamos en un artículo anterior (León, 2012), a partir de 2001 el Banco de México sigue una regla explícita de política monetaria que consiste en establecer una meta de inflación de:  $3 \pm 1$  por ciento, el criterio en relación al rango establecido se debe a que se quiere tener una inflación similar a la de los países socios del Tratado de Libre Comercio con América del Norte (Estados Unidos y Canadá). El 21 de enero de 2008 se adopta como objetivo operacional a la tasa de interés interbancaria a un día (“tasa de fondeo bancario”), de tal manera que cuando se generan presiones inflacionarias el Banxico tiene incentivos para aumentar la tasa de interés con el fin de contraer la demanda agregada y con ello disminuir el nivel de variación de los precios.

Adicionalmente, la tasa de interés monetaria de corto plazo (la tasa de fondeo bancario) se determina considerando el comportamiento de la tasa de interés externa ( $i^*$ ), la variación del tipo de cambio nominal ( $\frac{\Delta E}{E}$ ) y la tasa de riesgo país ( $i_r$ ), en lo que se puede considerar que son decisiones discrecionales que contienen algunos componentes regulares y que por esta razón también se podría interpretar como una regla implícita de política monetaria que se puede plantear como:  $i > i^* + \frac{\Delta E}{E} + i_r \rightarrow \Delta IE \rightarrow \nabla E \rightarrow \Delta AI$  ; desigualdad que señala que la tasa de fondeo bancario debe de ser mayor a la suma de la tasa de interés externa, la variación del tipo de cambio y la tasa de riesgo país, lo que implica una mayor entrada de inversión extranjera ( $\Delta IE$ ), la apreciación del tipo de cambio ( $\nabla E$ ) y una mayor acumulación de reservas internacionales ( $\Delta AI$ )<sup>19</sup>.

Por lo tanto, la regla implícita que hemos planteado tiene como objetivo atraer la entrada de capitales del exterior, básicamente en este caso se trata de capital de tipo especulativo. El ingreso de capitales aumenta la oferta de dólares, lo que en un régimen cambiario de flotación intervenida, como el que se tiene en México desde la crisis de diciembre de 1994, se traduce en

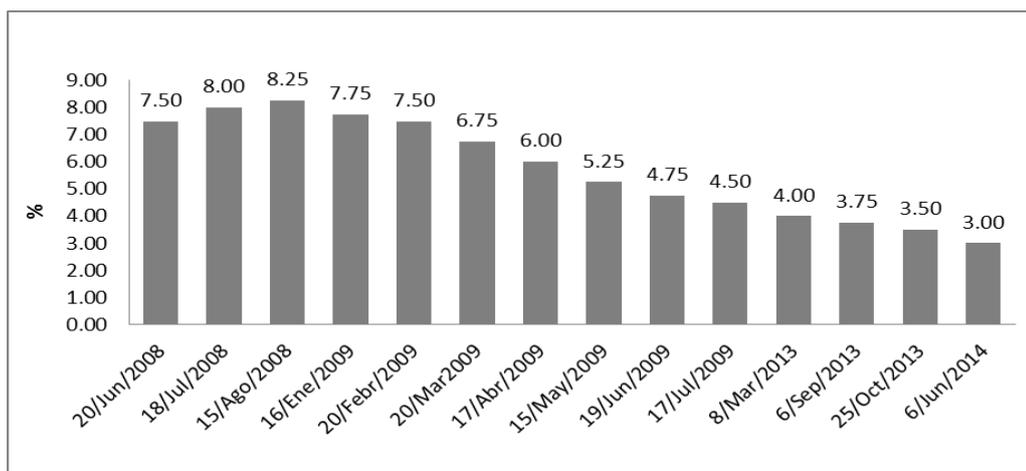
---

<sup>19</sup> Vemos que aquí juega un papel importante la política cambiaria, razón por la que autores como Blanchard, Dell’Ariccia y Mauro (2010) señalan que los bancos centrales en pequeñas economías abiertas deben de reconocer que la estabilidad del tipo de cambio es parte de su función objetivo. Para el caso de la economía mexicana, Mántey (2009) señala que el Banco de México utiliza las intervenciones esterilizadas en los mercados cambiarios como un instrumento adicional de política monetaria.

apreciación del tipo de cambio nominal, que de acuerdo con la teoría de la paridad del poder de compra, resulta favorable a la estabilidad de los precios. Pero por otro lado, la apreciación del tipo de cambio genera impactos negativos en las exportaciones.

En la gráfica 1 se observa la tasa objetivo de México, es de subrayar que antes del período álgido de la crisis financiera mundial, que podemos ubicar en septiembre de 2008 con la caída de Lehman Brothers, las autoridades lo primero que hacen es aumentar de manera gradual dicha tasa, de tal manera que pasa de 7.50 por ciento a 8.25 por ciento. El ascenso en la tasa de interés se realiza con el fin de hacer frente a la inestabilidad financiera internacional y evitar la salida de capitales de corto plazo que finalmente, para finales de 2008 y 2009, fue inevitable.

Gráfica 1 México: porcentaje de tasa de interés objetivo (tasa de fondeo bancario)  
(Junio 2008-Mayo 2015)

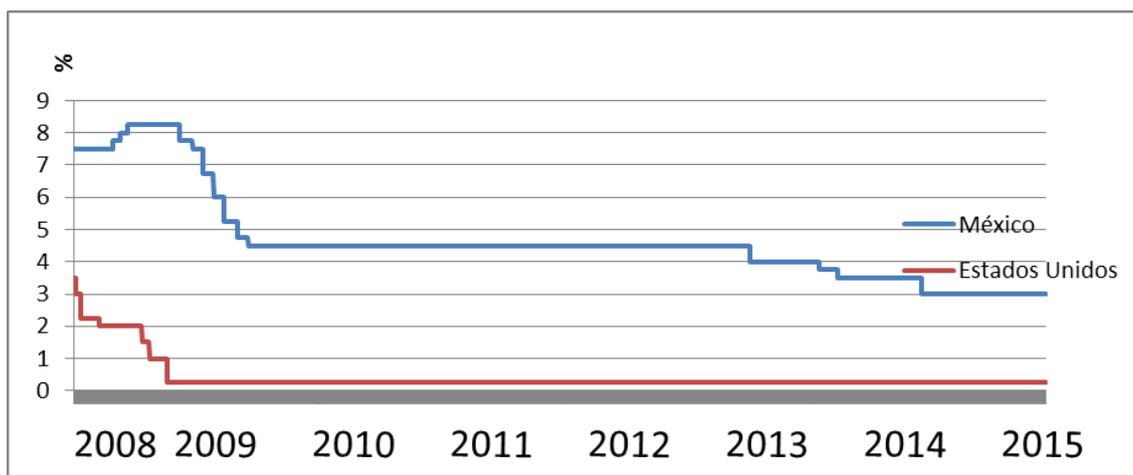


Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México.

Mientras en México ascendía la tasa de fondeo bancario, a nivel internacional muchos bancos centrales aplicaban políticas monetarias de signo contrario con el fin de amortiguar el proceso de recesión económica. Una vez que países desarrollados como Estados Unidos, Inglaterra y Japón redujeron sus tasas, las autoridades monetarias de nuestro país ajustan la tasa de interés hacia la baja, movimiento que se hace con retraso en relación a las medidas tomadas por otros países. En el año 2009 se modifica la tasa de interés siete veces, para llevar a la tasa de interés objetivo a un nivel de 4.5 por ciento, el cual se ajusta en tres ocasiones en 2013 y el

último movimiento se hace en junio de 2014, de tal forma que en la actualidad la tasa se encuentra en niveles históricamente bajos de 3 por ciento. No obstante, en la gráfica 2 se puede observar que se sigue manteniendo el diferencial entre la tasa de interés de México y la tasa de fondos federales de Estados Unidos, país con el que se mantiene una alta dependencia económica.

Gráfica 2 México y Estados Unidos, tasas de interés de referencia: 2008-Mayo 2015



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México y FED.

El riesgo país se mide a través del índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI) de J.P. Morgan, el índice intenta medir el grado de riesgo que supone un país para los inversionistas extranjeros. El riesgo país es la sobretasa que paga un país por sus bonos en relación a la tasa que paga el Tesoro de Estados Unidos. En el caso de México sería la diferencia que existe entre el rendimiento de un título público emitido por el gobierno mexicano y un título de características similares emitido por el Tesoro de Estados Unidos. Este índice es calculado por distintas entidades financieras, generalmente calificadoras internacionales de riesgo. Las más conocidas son Moody's, Standard & Poor's y J.P. Morgan<sup>20</sup>. El cuadro 2 incluye datos de este indicador para una muestra de países seleccionados de América Latina, entre más bajo el índice indica menor riesgo, con este criterio se puede observar que países como Chile, Perú, México y Colombia, tienen los menores niveles de

<sup>20</sup> Ver <http://www.econlink.com.ar/definicion/riesgopais.shtml> (consultado el 2 de junio, 2015).

riesgo, situación que contrasta fuertemente con el caso de Venezuela<sup>21</sup>. Asimismo, los datos reflejan el ascenso en la tasa de riesgo país asociado a los efectos de la crisis de hipotecas *subprime* de Estados Unidos en 2008, que terminó en una crisis financiera global. En la actualidad la subida del índice se asocia a la inestabilidad financiera internacional generada en parte por las expectativas de que la FED aumente la tasa de fondos federales a finales de 2015, la caída en los precios internacionales del petróleo y la situación en Grecia.

Cuadro 2 Índice de Riesgo País de países emergentes  
(EMBI: Emerging Markets Bond index)

PAIS	2015*	2014*	2010	2009	2008	2007	2006	2005
VENEZUELA	2344	1077	1104	1034	1862	506	185	318
ARGENTINA	578	788	490	663	1697	409	223	504
ECUADOR	684	570	896	775	4720	614	920	669
BRASIL	273	219	186	196	417	222	196	311
COLOMBIA	207	156	137	201	474	195	151	238
PERU	164	152	135	169	509	178	120	206
<b>MEXICO</b>	<b>213</b>	<b>174</b>	<b>144</b>	<b>165</b>	<b>362</b>	<b>149</b>	<b>98</b>	<b>126</b>
CHILE	153	138	124	97	336	151	83	80

Los datos de 2005 a 2010 corresponden al final del año.

Fuente: JM Morgan, citado en <http://www.mexicomaxico.org>.

\* Los datos para 2014 y 2015 son al 21 de mayo de cada uno de los años y fueron tomados de: [www.cesla.com](http://www.cesla.com)

México se encuentra entre las economías de América Latina que cuentan con Grado de Inversión, que es una clasificación otorgada por las agencias calificadoras de riesgo y representa el grado de confianza que se tiene de que las obligaciones de un país serán cubiertas oportunamente, lo cual genera mayores flujos de inversión extranjera. Un factor importante que influyó de manera favorable en el hecho de que México obtuviera esta clasificación es que para hacer frente a la crisis financiera mundial el Fondo Monetaria Internacional (FMI) otorgó en abril de 2009 una Línea de Crédito Flexible (LCF)

<sup>21</sup> Lo que en parte se explica por los movimientos sociales generados en protesta por la política económica impulsada por los gobiernos populares de Hugo Chávez, y en la actualidad de Nicolás Maduro.

por 47 mil millones de dólares, la cual se ha venido renovando en años posteriores y en la actualidad asciende a más de 70 mil millones de dólares a partir de noviembre de 2014<sup>22</sup>.

En el cuadro 3 se muestra el comportamiento de los principales ingresos de divisas a la economía mexicana, excluyendo las exportaciones no petroleras.

Cuadro 3 Ingresos de México: 2006-2014

<b>Ingresos de México</b> (Millones de dólares)					
<b>Año</b>	<b>Inversión en cartera</b>	<b>IED</b>	<b>Exportaciones petroleras</b>	<b>Remesas</b>	<b>Turismo</b>
2006	137	20,292	39,017	25,567	12,177
2007	13,349	31,380	43,014	26,059	12,919
2008	4,826	27,868	50,635	25,145	13,370
2009	15,261	16,737	30,831	21,306	11,513
2010	37,335	22,632	37,421	21,304	11,992
2011	40,622	23,805	56,385	22,803	11,869
2012	81,349	15,621	53,078	22,446	12,720
2013	30,777	28,234	45,213	16,248	12,306
2014	46,490	14,958	42,979	23,607	14,315

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México.

Como señalamos en un artículo anterior (León, 2013), destaca el ascenso en la inversión de cartera sobre todo a partir de 2010, para 2012 las principales fuentes de divisas aportaron al país 181, 133 millones de dólares y de esta cifra predomina la inversión de cartera con más de 80 mil millones de dólares. En 2006 la inversión de cartera era de apenas 137 millones de dólares, aumenta a 13,349 millones de dólares en 2007 y salvo la contracción observada con la crisis financiera mundial de 2008, continúa con su tendencia ascendente para alcanzar un máximo en 2012. En 2013 se muestra una caída importante como resultado de los anuncios de política monetaria de la Fed en

<sup>22</sup> México fue el primer país en tomar la línea de crédito de contingencia en el marco de la crisis mundial que provocó que en poco más de un año Banxico ofreciera (y perdiera) más de 30,000 millones de dólares de reservas para apoyar al peso. Los otros países que también cuentan con una LCF son Colombia y Polonia.

el sentido de que empezaría a reducir su programa de flexibilización cuantitativa (en inglés Quantitative Easing: QE), el cual finalmente termina en octubre de 2014.

Por su parte, en 2006 la inversión extranjera directa (IED) representa 20,292 millones de dólares, aumenta de manera importante en 2007 y se contrae en 2008 y 2009, que son los años en los que se manifiesta con mayor profundidad la crisis externa. En 2013 la IED registró un salto de 80 por ciento en relación a su nivel registrado en 2012, lo que se explica en gran parte por la compra de Grupo Modelo por parte de la empresa belga AB InBev, que de acuerdo con la Secretaría de Economía contribuyó con 13, 249 millones de dólares.

Por otro lado, de acuerdo con datos del INEGI, la participación porcentual de las exportaciones de petróleo crudo y de otros derivados del petróleo representó 7.6 por ciento; las extractivas el 1.2 por ciento; agropecuarias 4.6 por ciento y las manufacturas representan el mayor porcentaje de las exportaciones con el 86.6 %<sup>23</sup>. Lo que se observa en el cuadro 3 es que los ingresos de la exportación petrolera se asocian en gran medida al comportamiento del precio promedio (anual) de exportación del petróleo crudo mexicano, los cuales mostraron una tendencia ascendente durante el período de 2001 a 2008, al pasar de 18.81 dólares por barril a 86.96 por barril, posteriormente caen a 71.99 dólares por barril como consecuencia de la recesión global en 2009 y se empiezan a recuperar de manera importante para colocarse alrededor de los 100 dólares por barril de 2011 a 2013; a partir de 2014 el precio promedio de la mezcla de exportación empieza a caer de manera acentuada, de tal forma que en la actualidad se ubica en 48.17 dólares por barril<sup>24</sup>. Lo anterior incide negativamente en el crecimiento económico y en la recaudación fiscal, ya que los ingresos petroleros en México representan una tercera parte del presupuesto del sector público.

---

<sup>23</sup> INEGI, datos de la balanza comercial de mercancías de México en enero de 2015.

<sup>24</sup> Precio promedio de exportación del crudo mexicano del 2 de enero al 21 de mayo de 2015. El cálculo lo realizamos con base en datos del Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados. Ver [www.cefp.gob.mx](http://www.cefp.gob.mx) (consultado el 3 de junio, 2015).

En relación con las remesas, México se ubica en la actualidad en el quinto lugar entre los principales países receptores de remesas en el mundo con ingresos en 2014 de alrededor de 24 mil millones de dólares, lo que representa el 4.2 por ciento del total mundial. India y China mantienen su liderazgo como los principales países receptores de remesas con el primero y segundo lugar mundial, con 71 mil millones de dólares y 64,140 millones de dólares respectivamente, una participación en 2014 de 12.2 y 11.0 por ciento. Le siguen Filipinas con 28 mil millones y Francia con 24 mil 732 millones de dólares<sup>25</sup>. El principal país en el que residen los migrantes mexicanos que envían las remesas a México es Estados Unidos, por lo cual las fluctuaciones observadas en las remesas se asocian a las fluctuaciones en la actividad económica de ese país. Un aspecto importante que se debe de subrayar es que los ingresos derivados de las remesas son mayores comparados con los montos de inversión extranjera directa. En el cuadro 3 también se observa que el componente relativamente más estable de los ingresos en México durante el período analizado es el turismo, con ingresos mínimos de 11,513 millones de dólares en 2009 y máximos de 14,315 millones de dólares en 2014. El turismo es una actividad económica importante para el país, en término de llegadas de turistas internacionales, en 2014 fueron 29,1 millones de visitantes, lo que coloca a México en el décimo lugar a nivel mundial, dentro de América Latina es el primer destino para turistas extranjeros<sup>26</sup>.

Considerando los datos del cuadro 3 se puede señalar que, a pesar de la crisis financiera mundial de 2008-2009, las actividades en los mercados financieros siguen dominado sobre la actividad productiva. En la gráfica 3 se puede observar el comportamiento del IPC en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), de un nivel de 28, 699 puntos a principios de enero de 2008 cae a finales de octubre a sus niveles más bajos de 16,868 puntos, mostrando en los meses posteriores una fuerte inestabilidad. A partir de marzo de 2009 se empieza recuperar para mostrar una tendencia ascendente, de tal manera que en mayo de 2012 rebasa los 40 mil puntos ante la fuerte entrada de inversión extranjera especulativa; para fines de 2012 alcanza los 43 mil puntos y en

---

<sup>25</sup> Datos del Tercer Anuario de Migración y Remesas México 2015, elaborado por BBVA Bancomer en colaboración con el Consejo Nacional de Población (CONAPO).

<sup>26</sup> Ver: [http://es.wikipedia.org/wiki/Turismo\\_en\\_México](http://es.wikipedia.org/wiki/Turismo_en_México) (consultado el 3 de junio, 2015).

enero de 2013 el IPC llega a los 45 mil puntos; posteriormente, en los meses de mayo y junio de este año el indicador muestra una fuerte inestabilidad financiera que lo hace descender a los 40 mil puntos como resultado de los anuncios de política monetaria de la Fed, que generaron expectativas desfavorables. Los primeros meses de 2014 también reflejan variaciones importantes en el IPC, pero para agosto de ese año de nuevo se alcanzan niveles de 45 mil puntos y en septiembre se tienen máximos históricos de 46 mil puntos. En los primeros cinco meses de 2015 continúa la inestabilidad financiera de tal modo que el nivel más bajo del IPC fue de 40,984 a mediados de enero de 2015 y de 45,512 a fines de abril. De lo anterior se deduce que en esta etapa del capitalismo son los rentistas los que se han visto favorecidos, de hecho uno de los rasgos que definen el régimen Neoliberal es el crecimiento desproporcionado de las operaciones financieras, que contrasta con el bajo ritmo de la actividad económica.

Gráfica 3 Indicadores de la Bolsa Mexicana de Valores: Índice de Precios y Cotizaciones (IPC), fechas de cierre (2 de enero de 2008 al 14 de mayo de 2015). Periodicidad diaria



Fuente: Elaborado con datos del Banco de México.

¿Cuáles son los factores esenciales que explican el aumento inusitado de la inversión de cartera en México? Explicamos con anterioridad que un elemento importante es el exceso de liquidez que hay a nivel internacional, los canales de transmisión de la política monetaria expansiva se traducen en

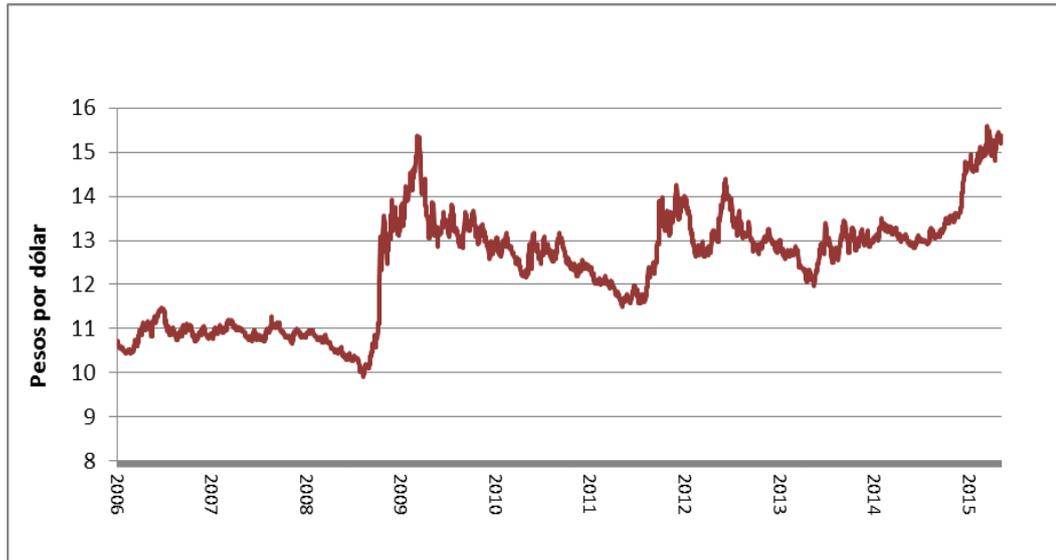
aumentos en la demanda de activos financieros en la economías emergentes, lo que también favorece las operaciones de *carry trade* que realizan los grandes inversores en el mercado global de divisas. Lo segundo es que la política monetaria permite atraer inversión extranjera de corto plazo, debido a que en México la tasa de interés interna es mayor a la suma de la tasa de interés externa, la variación cambiaria y la tasa de riesgo país, es decir, para los inversionistas extranjeros resulta más rentable invertir en activos internos denominados en pesos que en activos externos<sup>27</sup>. La entrada de inversión de corto plazo contribuye a la apreciación cambiaria y de acuerdo con la teoría de la paridad del poder de compra esto se traduce en menores presiones sobre los precios y lo contrario sucede con una depreciación cambiaria. En la gráfica 4 se aprecia la evolución del tipo de cambio nominal durante 2006 a principios de mayo de 2015. Aquí se puede observar que en los primeros años analizados el tipo de cambio nominal se mueve alrededor de los 11 pesos por dólar y que incluso en agosto de 2008 se apreció a niveles de 10 pesos por dólar, cuando a nivel internacional la situación en los mercados financieros era muy inestable.

Finalmente, en el último trimestre de 2008 la crisis financiera mundial se empezó a reflejar en los distintos indicadores, el tipo de cambio empezó a depreciarse de manera acelerada hasta sobrepasar los 15 pesos por dólar en marzo de 2009. Ante esta situación el Banco de México empieza a ofrecer dólares en el mercado de divisas, haciendo uso de las reservas internacionales, las cuales, como se muestra en la gráfica 5, disminuyeron en alrededor de 30 mil millones de dólares, para posteriormente recuperarse y alcanzar en la actualidad niveles históricamente altos de alrededor de 195 mil millones de dólares.

---

<sup>27</sup> El gobierno mexicano también emite activos de renta fija en monedas distintas al peso (como por ejemplo dólares o yenes), por ejemplo los Bonos UMS (United Mexican States Bonds), los cuales son títulos de deuda emitidos en el extranjero por el Gobierno Federal y denominados en divisas distintas al peso (aunque podría darse el caso de una emisión en pesos). La colocación de estos bonos se lleva a cabo por distintos bancos comerciales que actúan como agentes financieros del Gobierno Federal. Para hacer atractiva su venta en los mercados de capital internacional el público inversionista recibe un rendimiento al vencimiento que es mayor con respecto a la tasa del Bono del Tesoro Norteamericano (BTN).

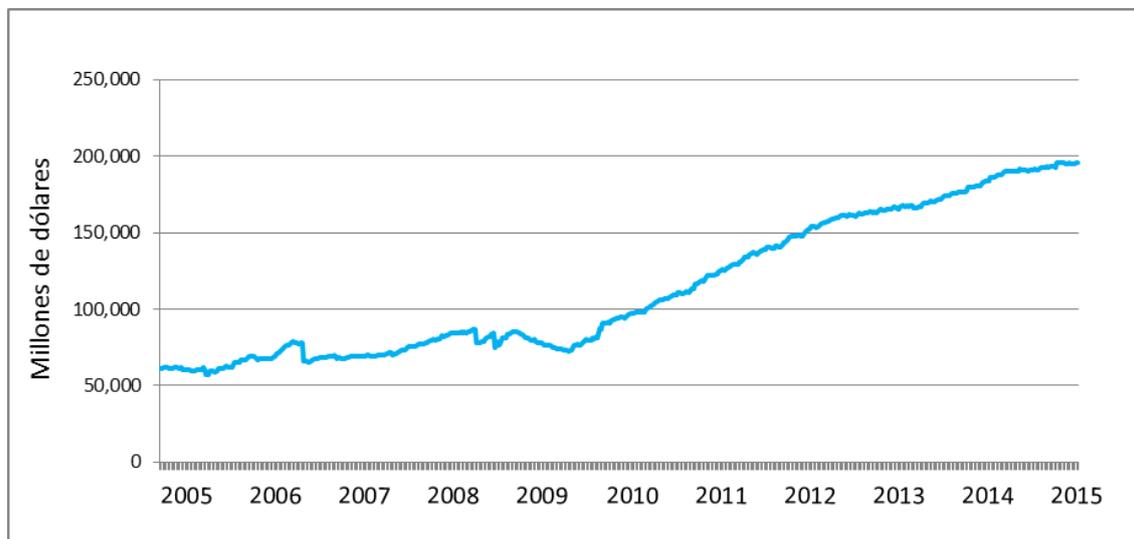
Gráfica 4 Tipo de cambio nominal pesos por dólar (cotización diaria):  
2006-2015 (hasta el 5 de mayo)



Fuente: Elaborado con datos del Banco de México.

Las intervenciones del Banco de México, aunado con la LCF con el FMI y la recuperación en los ingresos de divisas, sobre todo durante 2010 a 2012, llevaron a la apreciación del tipo de cambio a niveles hasta de 12 pesos por dólar en 2011. Sin embargo, la tendencia que podemos apreciar en la gráfica es hacia la depreciación del tipo de cambio nominal. Pero si tomamos en cuenta el índice del tipo de cambio real del peso mexicano (base 1990= 100) que calcula el INEGI, el tipo de cambio real se depreció en 2009, pero después muestra cierta tendencia hacia la apreciación cambiaria, lo que incide negativamente en el comportamiento de las exportaciones netas, ya que este indicador mide el grado de competitividad de las exportaciones de un país con el resto del mundo.

Gráfica 5 Nivel de las Reservas Internacionales (millones de dólares) en México: 2005-2015 (abril)



Fuente: Elaborado con datos del Banco de México.

## E. Reflexiones Finales

Las economías capitalistas están sujetas a periodos de inestabilidad económica asociadas con las actividades especulativas en los mercados financieros, aspecto que ha sido señalado por autores como Keynes (1936), Kindleberger y Aliber (2012), Galbraith (1990) y Minsky (1975). En la teoría neoclásica dominante el tema se aborda cuando se hace referencia al mecanismo de transmisión monetaria a través del canal de precio de otros activos, Meltzer (1995) señala que una expansión monetaria que reduce la tasa de interés no solamente incentiva la inversión productiva y los bienes de consumo duradero, también promueve la compra de activos financieros como los bonos y las acciones, lo que genera un proceso de inflación en el precio de los activos. Ante la crisis financiera mundial de 2008-2009 los países desarrollados aplican una política monetaria laxa que lleva a las tasas de interés a niveles cercanos cero, acompañada de medidas heterodoxas de expansión cuantitativa. Este tipo de política tiene como objetivo prioritario la reactivación de la actividad económica, pero como no hay restricciones al movimiento internacional de capitales y existen fuertes intereses de grupos que concentran la riqueza, las actividades especulativas continúan en los mercados

financieros, ya que invertir en activos financieros resulta más rentable que las ganancias que se obtienen en el sector productivo.

En el modelo de desarrollo orientado hacia el sector externo resulta prioritario el impulso de las exportaciones y la atracción de inversión extranjera tanto directa como especulativa. Para hacer atractiva la inversión en el mercado financiero el Banxico tiene una regla implícita de política monetaria que consiste en mantener el diferencial de la tasa de interés de referencia sobre la tasa externa. En este sentido las decisiones que toman las autoridades monetarias están en línea con la política de tasas de Estados Unidos.

Las decisiones de política monetaria que toma la Fed repercuten en el movimiento internacional de capitales, por ello el período de normalización de tasas puede afectar a economías emergentes como México, dado que la salida de capitales presiona la depreciación del peso mexicano, con efectos negativos en las expectativas de inflación y la dinámica de los precios internos. El aumento en la tasa de los fondos federales va a implicar un ascenso en la tasa de interés interna tanto de corto como de largo plazo, lo que castiga tanto a la inversión productiva como a la demanda de bienes de consumo duradero. Lo anterior se convierte en un factor que limita el crecimiento económico, por lo que si realmente se quiere que la estabilidad de precios contribuya a generar las condiciones que generen crecimiento económico, se tienen que hacer cambios sustanciales en la política monetaria, el Banco de México debe de tener un mandato dual en el que se consideren también la importancia de estimular el crecimiento y la generación de empleo en las preferencias del banco central.

El hecho de que la inversión extranjera de cartera ocupe un lugar prominente en los ingresos de divisas a la economía mexicana se convierte en un factor de riesgo que puede generar inestabilidad en el sistema financiero, lo que puede repercutir negativamente en la actividad económica. Ante esta situación las autoridades monetarias argumentan que para hacer frente a la situación se cuenta con un escudo financiero asociado a la existencia de reservas internacionales (195 mil millones de dólares) y una Línea de Crédito Flexible con el FMI que asciende en la actualidad a más de 70 mil millones de dólares. Sin embargo, cuando las burbujas financieras se forman y llegan a estallar, los efectos recesivos sobre la economía pueden ser de tal magnitud

que el escudo financiero resulte insuficiente. Por esta razón, lo mejor que se puede hacer en nuestro país es aplicar una política económica en la que el Banco Central tenga un mandato dual y la política fiscal juegue también un papel activo en la promoción del crecimiento económico. Se debe fortalecer al mercado interno y tomar decisiones que realmente contribuyan a mejorar el bienestar de la sociedad, cambiar de una economía rentista a una economía productiva.

## **F) Referencias**

Akerlof, George A. y Robert J. Shiller (2010), *Animal Spirits*, Princeton University Press, United States.

Blanchard, O., G. Dell'Ariccia y P. Mauro (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy", IMF, Staff Position Note, SPN/10/03, February 12.

Cox, Simon (editor) (2008), *Economía Moderna. Características, hechos y protagonistas*, The Economist, Colección Finanzas y Negocios, Perú.

Dillard, Dudley (1963), *La teoría económica de J. M. Keynes*, 5a edición, Ed. Aguilar, Madrid.

Galbraith, John Kenneth (1990) [2011], *Breve historia de la euforia financiera*, Ariel, España.

Greenspan, Alan (2008), *La era de las turbulencias. Aventuras en un nuevo mundo*, Editorial B, Barcelona, España.

IMF (2006), Glossary of Selected Financial Terms. Terms and Definitions. Available at: <http://www.imf.org/external/np/exr/glossary/showTerm.asp#97> (Consultado el 20 de septiembre, 2014).

Keynes, John M. (1984) [1936], *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México Fondo de Cultura Económica.

\_\_\_\_\_ (1937), “*The Ex Ante Theory of the Rate of Interest*”, publicado en el JSTOR, *Economic Journal*, December.

León, León Josefina (2014), “La política monetaria laxa de Estados Unidos en un contexto de incertidumbre y recesión económica”, páginas: 75-104, en *Claroscuros de la economía rentista mexicana*. Coordinado por Fernando Jeannot, Editado por la Universidad Autónoma Metropolitana, México.

\_\_\_\_\_ (2013), “Política monetaria laxa y apreciación cambiaria: la entrada de capitales de corto plazo genera riesgos para la economía mexicana”, *Reporte Macroeconómico de México*, Volumen IV, Número 5, Mayo, 2013, pp. 9-16. UAM Unidad Azcapotzalco, México. <http://observarioio.azc.uam.mx>

\_\_\_\_\_ (2012), “Las reglas monetarias desde una perspectiva histórica: reflexiones para la economía mexicana”, *Economía Informa*, No.377, pp. 29-46, UNAM, México.

Krugman, Paul (2009), *De vuelta a la economía de la Gran Depresión y la crisis del 2008*, Editorial Norma, México.

Kindleberger, Charles P. y Robert Z. Aliber (2012), *Manías, pánicos y cracs. Historia de las crisis financieras*, Ariel Economía, España.

Mántey de Anguiano, Guadalupe (2000), “Hyman P. Minsky en el pensamiento económico del siglo XX”, *Comercio Exterior*, vol.50, núm. 12, México, Bancomext.

\_\_\_\_\_ (2009), “Intervención esterilizada en el Mercado de cambios en un régimen de metas de inflación: la experiencia de México”, *Investigación Económica*, pp. 47—78, vol. LXVIII, número especial 2009, UNAM, México.

Meltzer Allan H. (1995), “Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective”, *Journal of Economic Perspectives*, Volumen 9, Number 4, Fall 1995, pp. 49-72.

Minsky, Hyman P. (1987) [1975], *Las razones de Keynes*, Fondo de Cultura Económica, México.

Mishkin, Frederic S., (2014), *Moneda, banca y mercados financieros*, Décima edición, PEARSON, México, 2014.

Obregón, Carlos (2011), *La crisis financiera mundial. Perspectivas de México y América Latina*, Siglo XXI, México.

Skidelsky, Robert (2009), *El regreso de Keynes*, Ed. Crítica, Barcelona.