

LAS RAZONES DE LA POLÍTICA CONTRACCIONISTA Y SUS CONSECUENCIAS

ARTURO HUERTA G.*

INTRODUCCIÓN

En este trabajo se analiza porqué el proceso de globalización exige en las economías emergentes el predominio de políticas contraccionistas y de estabilidad monetaria y cambiaria que favorecen al capital financiero internacional, y relega por tanto la instrumentación de políticas en favor de las demandas nacionales y del crecimiento económico generalizado. Asimismo, se estudian las consecuencias de las políticas contraccionistas y de estabilidad monetaria-cambiaria sobre la dinámica de acumulación de la esfera productiva, el ahorro interno, el comportamiento de los mercados de capitales y sobre el sector bancario. Por más que se insiste en México y en el resto de América Latina en la disciplina fiscal y estabilidad monetaria y del tipo de cambio, no se logra el aumento del ahorro interno, ni la disminución de las prácticas especulativas, ni la vulnerabilidad externa, ni se alcanza la estabilidad bancaria, ni

Manuscrito recibido en enero de 1999; versión final, agosto de 1999.

* Profesor de la Facultad de Economía de la UNAM. Correo electrónico: ahuerta@servidor.unam.mx. Agradezco los comentarios realizados por los árbitros que dictaminaron mi artículo.

la dinámica sostenida de tales economías. Si bien el análisis puede circunscribirse en mayor o en menor grado a las diferentes economías emergentes, está referido principalmente al caso mexicano.

A.- LA GLOBALIZACIÓN Y LA POLÍTICA CONTRACCIONISTA QUE LE ACOMPAÑA

La globalización exige el predominio de políticas contraccionistas para estabilizar la moneda y los mercados financieros internacionales

La liberalización financiera y las exigencias de rentabilidad que coloca el capital financiero, obligan a los bancos centrales a la homologación de sus políticas monetarias para asegurar o alcanzar la estabilidad monetario-cambiaria y evitar mayores prácticas especulativas que puedan desestabilizar sus mercados y afectar la rentabilidad de tales capitales.

Para que el libre movimiento de capitales no repercuta en acciones especulativas que desestabilicen los mercados financieros y a la economía, ésta se ve obligada a tener una moneda estable, así como elementos macroeconómicos que la consoliden. Es por ello que se privilegian políticas de autonomía de los bancos centrales, disciplina fiscal, políticas monetarias y crediticias contraccionistas y las altas tasas de interés, para disminuir las presiones sobre el sector externo, sobre precios y estabilizar la moneda.

La política de estabilidad nominal del tipo de cambio, como la política de altas tasas de interés, están dirigidas a asegurar los niveles de rentabilidad del capital financiero para evitar acciones especulativas que desestabilicen a los mercados financieros y en consecuencia a las economías.

Las políticas contraccionistas y de estabilidad monetaria se han impuesto a nivel mundial, por la integración de los mercados financieros y por la necesidad de entrada de capitales que tienen las llamadas economías emergentes para financiar su liberalización económica y el pago del servicio de su deuda externa. Estas economías compiten entre si para atraer capitales, y tratan de establecer mejores condiciones de confianza y rentabilidad en relación al resto, lo que implica mostrar severas políti-

cas de disciplina fiscal, para disminuir las presiones sobre el sector externo para alejar expectativas devaluatorias y evidenciar fortaleza en la estabilidad de su moneda, para que conjuntamente con las tasas de interés atractivas y la privatización y extranjerización de activos y sectores nacionales, ofrecer mejores niveles de rentabilidad que el resto.

Las tasas de interés difieren entre los países, en función de los niveles de fortaleza que ofrezcan en la estabilidad de su moneda. En el Cuadro 1 podemos observar como ante las presiones que se presentaron en las paridades cambiarias en 1997 y 1998 en los países latinoamericanos como en el Sureste Asiático, rápidamente se originaron fuertes presiones sobre la tasa de interés para evitar fuertes salidas de capital y mayor inestabilidad cambiaria. Los países que enfrentan presiones sobre su moneda, procuran establecer una mayor tasa de interés para cubrir el riesgo cambiario y evitar salida de capitales y para seguir atrayéndolos. Así, nos dice Frankel que “si el capital es móvil, las tasas de interés reales solamente pueden diferir a través de los países si se espera que el tipo de cambio real cambie y/o si hay prima de riesgo” (Frankel, J., 1992).

CUADRO 1
Tipos de cambio y tasas de interés

| | <i>Tipo de cambio con respecto al dólar</i> | | | | | <i>Tasas de interés /1</i> | | | | | |
|-----------|---|---------|-----------|---------|-----------|----------------------------|-------|-----------|--------|-----------|--|
| | 1996 | 1997 | 97/96 (%) | 1998* | 98/97 (%) | 1996 | 1997 | 97/96 (%) | 1998** | 98/97 (%) | |
| México | 7.85 | 8.14 | 3.63 | 10.16 | 24.85 | 33.66 | 21.91 | -34.91 | 42.04 | 91.88 | |
| Brasil | 1.04 | 1.12 | 7.41 | 1.19 | 6.90 | 27.45 | 25.00 | -8.93 | 34.29 | 37.16 | |
| Corea | 844.20 | 1695.00 | 100.78 | 1319.00 | -22.18 | 5.00 | 5.00 | 0.00 | 12.70 | 154.00 | |
| Indonesia | 2383.00 | 4650.00 | 95.13 | 7550.00 | 62.37 | 13.96 | 27.82 | 99.28 | 66.21 | 137.99 | |
| Tailandia | 25.61 | 47.25 | 84.49 | 36.77 | -22.17 | 9.23 | 14.59 | 58.07 | 8.75 | -40.03 | |

* Octubre

** Septiembre

/1 porcentaje por año

Fuente: FMI, *International Financial Statistics*. December 1998.

La justificación de la política monetaria contraccionista por parte del gobierno y los economistas ortodoxos

El gobierno justifica el predominio de las políticas de contracción de la oferta monetaria, del crédito y del gasto público para reducir las presiones inflacionarias, y así “proteger el poder adquisitivo de la población” (SHCP, 1999). Sin embargo, en México, los salarios reales se deterioran con alta y con baja inflación, debido a que los salarios siempre se reajustan en menor proporción que el crecimiento de precios. En el período reciente de baja inflación, las políticas antinflacionarias (contracción monetaria, crediticia y del gasto público, la alta tasa de interés y la apreciación cambiaria), han afectado la dinámica de acumulación de capital de las empresas, lo que ha reducido la generación de empleos bien remunerados, y han impedido el crecimiento de los salarios reales, actuando en detrimento del poder adquisitivo de la población.

Si el gobierno insiste y defiende la política contraccionista para reducir la inflación, es para evitar presiones sobre el tipo de cambio nominal, y en consecuencia para asegurar condiciones de valorización del capital financiero, para estimular su entrada al país y evitar su salida. Nos dice Epstein que “la inflación es mala, no porque dañe al público general, como el *main stream* mantiene, sino porque afecta a los acreedores, a los tenedores de bonos, a los bancos, a los rentistas” (Epstein, 1987, p. 247).

El capital financiero pierde con la devaluación, de ahí el propósito de estabilizar la moneda para salvaguardar la rentabilidad de dicho capital, debido a que el contexto de liberalización financiera y el proceso de globalización se sustentan en la entrada de capitales, por lo que el gobierno tiene que instrumentar una política en favor del capital financiero para asegurar flujos que permitan financiar dicho contexto, así como el pago del servicio de la deuda externa.

La posición tradicional adjudica la inflación al exceso de oferta monetaria, al gasto público y al déficit externo

Las economías emergentes en su afán de reducir la inflación, así como las presiones sobre la balanza de cuenta corriente y el tipo de cambio, han venido contrayendo la oferta monetaria y crediticia, y el gasto público. Esto se sustenta en la visión monetarista, que adjudica la inflación y el déficit externo como resultado del exceso de moneda y de la baja tasa de interés. El exceso de oferta, aumenta las presiones de demanda sobre precios e importaciones, lo que incrementa el déficit del sector externo, además de desestabilizar el tipo de cambio. Asimismo, las bajas tasas de interés desestimulan la entrada de capitales y propician la salida de éstos, lo que aumenta las presiones sobre el sector externo, sobre la paridad cambiaria y desestabiliza al sector financiero.

De ahí que se procede a contraer la oferta monetaria, el crédito y el presupuesto fiscal y se incrementa la tasa de interés para asegurar la reducción de la inflación y el ajuste del sector externo (véase cuadros 1 y 2). La participación del gasto programable en relación al PIB cae a partir de 1995 en relación al nivel alcanzado de 17.6% en 1994, y se acentúa su contracción en 1998 a raíz de las presiones que se manifiestan sobre el sector externo y el tipo de cambio. Asimismo, se contrae la disponibilidad crediticia de la banca comercial desde 1995 a la fecha para evitar mayores presiones sobre el sector externo, precios y el tipo de cambio. Por su parte la oferta monetaria crece por debajo del crecimiento de la inflación en la perspectiva de evitar exceso de liquidez que pueda desestabilizar la moneda. Por su parte, el tipo de cambio se desliza por debajo del diferencial entre la inflación entre México y Estados Unidos, en la perspectiva de apreciar la moneda y garantizar así la rentabilidad del capital financiero invertido en el país, para seguirlo atrayendo y evitar su salida.

CUADRO 2
*Comportamiento del gasto público, crédito, oferta monetaria
y tipo de cambio*

| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|---|--------|---------|--------|--------|
| Gasto Programable/PIB | 15.8% | 16.1% | 16.6% | 15.0% |
| Comportamiento de los créditos en términos reales de la banca comercial (Tasas de crecimiento) | -18.0% | - 22.0% | - 4.0% | - 3.6% |
| Oferta Monetaria (1994 =100) | 148.3 | 149 | 170.1 | 177.2 |
| Tasa de crecimiento anual | | 0.4% | 14.1% | 4.1% |
| Tipo de cambio (fin de periodo) | 7.6425 | 7.8509 | 8.136 | 9.87 |
| Tasa de crecimiento anual | 43.5% | 2.7% | 3.6% | 21.3% |
| Inflación anual en México | 52.0% | 27.7% | 15.7% | 18.6% |
| Inflación anual en Estados Unidos | 2.8% | 2.9% | 2.4% | 1.8% |

Fuente: 4o. Informe Presidencial y Banco de México, información en línea.

El alza de la tasa de interés, conjuntamente con la estabilidad monetario-cambiaría, incentiva la entrada de capitales, la que es necesaria para financiar la estabilidad de la moneda, y del sector financiero.

En tal perspectiva se inscribe la política del gobierno mexicano de otorgar la determinación exclusiva del tipo de cambio al banco central. Con la autonomía del banco central y de la política monetaria y cambiaria que de ello se deriva, el gobierno deja de tener una política fiscal activa en favor de la esfera productiva y del empleo, debido a que ésta tiene que supeditarse al objetivo de estabilidad monetario-cambiaría, donde el único favorecido es el capital financiero internacional, dejando de satisfacer las demandas de gasto y de crecimiento del mercado interno que reclaman los sectores productivos y sociales de la economía.

La independencia del banco central en relación al gobierno, refleja el gran poder que el capital financiero internacional tiene, como la necesidad del gobierno de entrada de capitales, para mantener el modelo económico predominante.

La política económica deja de ser instrumento para el crecimiento y priorizar exclusivamente la reducción de la inflación en favor del capital financiero

Para controlar las presiones sobre precios y sobre el sector externo, las autoridades monetarias y hacendarias proceden a restringir la oferta monetaria, el crédito y el gasto público, con la finalidad de disminuir la inversión y la actividad económica. Si no controlan la inversión y la actividad económica, no podrán tener control sobre precios y el tipo de cambio. Si la inversión y la economía crecen, estarían generando presiones sobre precios, sobre el sector externo y el tipo de cambio. Las expectativas de crecimiento y de ganancias que se generan, contribuyen al crecimiento de precios. Para evitar esto, se procede a contraer la inversión, la actividad económica y generar expectativas de menores ganancias, para desestimular el crecimiento de precios. Nos dice Miranda, que “los procesos inflacionarios o deflacionarios son debido a perspectivas de beneficios crecientes o decadentes en relación con la inversión” (Miranda, 1992, p. 4).

La internacionalización de los mercados financieros impiden el uso soberano de la política económica para satisfacer las demandas nacionales, teniendo que responder y supeditarse a establecer las condiciones de confianza exigidos por el capital financiero internacional. Ello explica el predominio de las políticas de liberalización económica, de contracción monetaria, crediticia y fiscal, así como la apreciación cambiaria, la disciplina fiscal y las tasas de interés atractivas.

Tales políticas actúan en favor del capital financiero y atentan sobre la rentabilidad y crecimiento de la esfera productiva y del empleo. El gobierno deja de desempeñar el papel de regulador de la actividad económica, como resultado del poder hegemónico que tiene el capital financiero a nivel internacional, y de la pérdida de poder que el sector industrial y laboral han tenido en el proceso de liberalización y desregulación económica. Nos dice Epstein que “si las conexiones entre indus-

tria y finanzas son débiles, menos probable será que la política del banco central responda a los intereses del capital como un todo" (Epstein, 1987, p. 251).

Al marginar la política económica a la esfera productiva, ésta deja de ofrecer condiciones de rentabilidad para atraer al capital hacia tal sector, el cual busca opciones de inversión en la esfera financiera-bursátil.

Dichas políticas originan una distribución del ingreso en favor del capital financiero-especulativo, en detrimento del capital productivo, del gasto corriente e inversión pública, de la banca nacional, como de los asalariados y desempleados, además de aumentar la vulnerabilidad de la economía en torno al comportamiento de la tasa de interés, el tipo de cambio, y precios, debido al impacto que éstos tienen sobre la rentabilidad financiera.

B.- LAS POLÍTICAS CONTRACCIONISTAS, LA DESVALORIZACIÓN DE ACTIVOS Y LA INESTABILIDAD BANCARIA.

Las políticas contraccionistas y de estabilización cambiaria que exige la globalización financiera, reducen la inflación a costa de disminuir la actividad económica y de desestabilizar al sector bancario

Las políticas contraccionistas instrumentadas en México y en el resto de países de América Latina, dirigidas a reducir la inflación, las presiones sobre el sector externo, junto a las altas tasas de interés y la estabilidad cambiaria nominal, promueven la entrada de capitales, el superávit de cuenta corriente y aumentan las reservas internacionales, a costa de contraer el mercado interno, de apreciar el tipo de cambio, de favorecer la rentabilidad de las actividades financieras-bursátiles, de afectar los niveles de competitividad, de rentabilidad y acumulación de la esfera productiva y de aumentar el déficit de comercio exterior. Se incrementan así los niveles de sobrendeudamiento y la vulnerabilidad externa de la economía.

Las políticas contraccionistas reducen las presiones de demanda sobre precios, sobre el déficit comercial externo y sobre el tipo de cambio, a

través de restringir la actividad económica y el empleo. Es decir, sólo contrayendo la demanda y la actividad económica, consolidan la reducción del crecimiento de la oferta monetaria. La disminución de créditos, de gastos y de la actividad económica, es lo que permite la reducción de la oferta monetaria. Para que las autoridades monetarias aseguren la restricción monetaria, tienen que obligar a las autoridades fiscales a disminuir el gasto público y a trabajar con disciplina fiscal y obligar a los bancos a restringir el crédito, lo que contrae la actividad económica, y reduce la demanda por dinero para transacciones, convalidando ello el menor crecimiento de la oferta monetaria. Nos dicen Arestis y Bain (1995, p. 165) que “en un sistema de tipo de cambio fijo...es evidente que la carga debe caer en los países deficitarios. Ellos deben defender su paridad acordada a través de políticas deflacionarias internamente llevando a incrementar el desempleo”.

Las políticas contraccionistas estabilizan la moneda y reducen la oferta monetaria, a costa de contraer la dinámica de acumulación y crecimiento, de aumentar los problemas de insolvencia, de inestabilidad bancaria y del sector externo. Nos dice Wray que “la tasa de crecimiento de la oferta monetaria puede caer si las empresas y los bancos no pagan sus obligaciones” (Wray, 1993, p. 552)

En su afán de asegurar la reducción de la inflación, la política contraccionista seguida por las autoridades monetarias, lo logra a costa de “destruir las condiciones requeridas para la acumulación, causando una profunda recesión y crisis en el sistema financiero total. Esta política destruye el proceso de acumulación en que el capitalismo está basado”. (Wray, 1993, p. 565).

Las restricciones monetaria, crediticia y fiscal afectan las condiciones financieras de las empresas, tanto porque se restringe el crecimiento del mercado, y con ello las ventas y la dinámica de acumulación, como por la disminución de créditos, y el encarecimiento de los mismos. Ello, aumenta a su vez la dificultad de colocación de deuda y de acciones por parte de las empresas, restringiendo por lo tanto sus posibilidades internas y externas de financiamiento, lo que acentúa el problema de carteras vencidas, y contrae la inversión y la producción.

La liberalización económica, junto a las políticas de estabilización contraccionistas y de alza de la tasa de interés que la acompañan, impiden condiciones de acumulación suficientes para el crecimiento, por lo que genera altos niveles de endeudamiento internos y externos, y hace que el costo de la deuda crezca más que el ingreso y la capacidad de pago. La esfera productiva no genera suficientes niveles de rentabilidad, y capacidad de pago para contribuir a la estabilidad bancaria, y retroalimentar una funcionalidad entre los dos sectores. La liberalización financiera origina mejores niveles de rentabilidad en la esfera financiera y bursátil, y menores en el sector productivo, por lo que disocia más a los dos sectores, llevando a que el rezago de la esfera productiva se traduzca en altos niveles de sobr endeudamiento y en carteras vencidas que desestabilizan al sector bancario, además de generar presiones crecientes sobre el sector externo que aumentan la vulnerabilidad en torno al comportamiento del capital financiero internacional.

De tal forma, el propósito de los monetaristas de reducir la inflación y estabilizar el tipo de cambio nominal para evitar la desestabilidad financiera y la salida de capitales, se ve contrarrestado por los efectos negativos que las políticas contraccionistas, el alza de la tasa de interés y la apreciación del tipo de cambio, tienen sobre el sector externo y la menor dinámica de acumulación de las empresas.

Las políticas contraccionistas, de estabilidad cambiaria nominal y de altas tasas de interés, dirigidas a atraer capitales, presionan sobre las finanzas públicas. En el caso de México se debilita el saneamiento fiscal por el alza de la tasa de interés (la cual aumenta la carga del servicio de la deuda pública); por el mayor endeudamiento interno que se deriva del proceso de esterilización de la entrada de capitales; por la menor captación tributaria que se deriva de la contracción de la actividad económica (como consecuencia del menor gasto público corriente que se realiza para evitar presiones deficitarias crecientes) y por las crecientes transferencias que el gobierno realiza hacia el sector bancario para evitar su quiebra generalizada.

De tal forma, las presiones sobre las finanzas públicas, tienden a repercutir en mayor demanda por créditos y en mayores tasas de interés,

y a generar un círculo vicioso de déficit fiscal e inestabilidad bancaria, debido a que acentúa la contracción del gasto público y del mercado interno para evitar mayores déficit.

El impacto de los mayores costos financieros sobre las empresas, agrava sus problemas de insolvencia y de inversión, si ellas no pueden trasladar los mayores costos a los precios, debido al contexto de economía abierta y de apreciación cambiaria, que impide alzas de precios, dado que implicaría mayor pérdida de competitividad.

Por más que el capital financiero y el gobierno se oponen a la inflación y a la devaluación para no desvalorizar dicho capital, y no afectar al sector bancario y al mercado financiero, las políticas antinflacionarias terminan originando problemas de incapacidad de pagos, inestabilidad bancaria, presiones sobre las finanzas públicas, así como sobre el sector externo, tanto por los rezagos productivos y competitivos que se derivan de las políticas contraccionistas, como por la apreciación cambiaria.

Las políticas en favor de la entrada de capitales terminan revirtiendo las expectativas de estabilidad monetaria y rentabilidad del capital financiero en tales mercados, lo que origina salida de capitales y menor entrada de éstos, desencadenando crisis financieras.

Las políticas de estabilidad monetaria-cambiaria y la crisis bancaria

La estabilidad monetaria-cambiaria alcanzada en México tanto de 1989 hasta fines de 1994 y de 1996 a la fecha (1999), al sustentarse a través de la entrada de capitales, con apreciación cambiaria y el predominio de políticas de disciplina fiscal, y a partir de 1995 con políticas de contracción monetaria y crediticia y altas tasas de interés, han actuado en detrimento de la estabilidad del sector bancario del país, debido a los problemas de falta de liquidez e insolvencia generados a partir del hecho que la dinámica de acumulación crece en menor proporción que el costo de la deuda.

Al sustentarse la estabilidad monetaria en políticas de apreciación cambiaria y de contracción monetaria, fiscal y crediticia y altas tasas de interés, se atenta sobre las condiciones de liquidez, de acumulación y

solvencia que exige la estabilidad bancaria y el crecimiento sostenido de la economía. La contracción de la actividad económica actúa en detrimento de la valorización y liquidez de los activos de las empresas, y opera contra la inversión, la capacidad de pago y la estabilidad bancaria.

Las políticas de estabilización monetaria-cambiaria afectan el crecimiento de las exportaciones, como del mercado interno, debido al predominio de políticas de disciplina fiscal y de apreciación cambiaria, por lo que frenan la dinámica de acumulación de las empresas, haciendo que ésta (la eficacia marginal del capital, y/o la tasa de ganancia) crezca en menor proporción que la tasa de interés, lo que se traduce en problemas de insolvencia, e inestabilidad bancaria.

Asimismo, la apertura económica atenta sobre las condiciones de acumulación e ingreso de las empresas e individuos, por lo que han caído en altos niveles de endeudamiento interno y externo, sin que sus ingresos crezcan en la magnitud necesaria para hacer frente a tales obligaciones. Es decir, la dinámica económica generada por la liberalización económica, no configura condiciones de pago frente a las obligaciones financieras internas y externas.

La liberalización económica y la política que la acompaña, distancian el comportamiento entre la acumulación de capital y la tasa de interés. La dinámica de acumulación tiende a disminuir con el predominio de políticas contraccionistas y de apreciación cambiaria, y por su parte, la tasa de interés aumenta ante los requerimientos crecientes de entrada de capitales, como para disminuir el efecto de contagio que se deriva de la internacionalización de los mercados de capitales. Todo esto por un lado, genera problemas permanentes de insolvencia e inestabilidad bancaria que frena la disponibilidad crediticia y la dinámica económica, y por otro, aumenta la vulnerabilidad y dependencia de la entrada de capitales para poder sortear las obligaciones financieras externas. Es por ello que se ha caído en renegociaciones permanentes del pago del servicio de la deuda, ante la incapacidad de hacerle frente.

Los problemas de liquidez e insolvencia que enfrentan las empresas, les obliga a rematar sus activos, sacrifican su precio, para cubrir sus deudas, o se declaran en cartera vencida, o buscan fusiones con nacionales o socios internacionales.

Así, la liberalización económica y la política que la acompaña, contraen los ingresos de empresas e individuos, y también desvalorizan los activos de las empresas e incrementan el costo de los pasivos, dando por resultado el colapso bancario.

La inestabilidad bancaria ha obligado al gobierno a transferir recursos crecientes a la banca para evitar su quiebra generalizada. Ello ha traído como consecuencia un fuerte incremento de la deuda pública y del servicio de la misma, lo que obliga al gobierno a restringir más el gasto y a acelerar el proceso de privatización para evitar déficit fiscales crecientes, que presione sobre la oferta monetaria y precios. Se contrae por lo tanto el crecimiento del mercado interno, el ingreso de las empresas e individuos, lo que acentúa los problemas de insolvencia e inestabilidad bancaria.

La problemática bancaria y la menor dinámica de acumulación de las empresas, afecta el crecimiento de la capacidad productiva y coloca a la economía en menor capacidad competitiva para encarar y superar los problemas del sector externo, teniendo que proceder a privilegiar el ajuste contraccionista de balanza de pagos.

Para revertir estos problemas, se tendría que aumentar el gasto público y revisar la apertura económica externa, para asegurar niveles de rentabilidad en las empresas, como para disminuir la tasa de interés, lo cual es inviable realizar dentro del contexto de la liberalización económica predominante.

Las políticas contraccionistas reducen los ingresos, desvalorizan al capital e incrementan la insolvencia y la inestabilidad bancaria

Al contraerse el gasto público, el crédito y la inversión, se atenta sobre la generación de ingreso, ganancias, y ahorro futuro. Nos dice Minsky que “la inversión presente y las decisiones de financiamiento determinan los

parámetros dentro de los cuales las decisiones futuras serán hechas" (Minsky, 1985, p. 41). Si la inversión y el crédito se contraen ahora, menores posibilidades habrá para que se retome el financiamiento y la inversión en los próximos años, debido a la menor actividad económica, a las menores ganancias y menor capacidad de pago que se generarán.

Al conformarse perspectivas recesivas de menores ganancias con la política contraccionista, más se restringe la inversión y la generación de ingresos y ahorro, por lo que se retroalimenta un círculo vicioso recesivo.

La política contraccionista y el alza de la tasa de interés, disminuyen a su vez el valor presente de las ganancias e ingresos futuros. Esto, desvaloriza los activos reales y financieros, desestimula la inversión productiva, aumenta la insolvencia y desestabiliza a la banca y la bolsa de valores, lo que impacta en mayores presiones sobre la tasa de interés, sobre el tipo de cambio, en mayor déficit fiscal y en crisis.

Al aumentar más la tasa de interés en relación a la ganancia, menos posibilidades existen de cubrir el pago del servicio de la deuda pendiente y de salir de la inestabilidad bancaria, por lo que ésta tiende a recrudecerse. En el caso de México, la insolvencia de empresas y bancos, y las dificultades del gobierno para realizar otro rescate bancario, obligarán a la banca a buscar socios extranjeros para capitalizarse, y los deudores, por su parte (empresas e individuos), procederán a vender activos para allegarse de liquidez y de recursos para cubrir sus deudas, sortear su problemática, lo que repercutirá en mayor desvalorización de activos y en mayor crisis.

La estabilidad monetaria-cambiaría que busca el gobierno para salvaguardar la rentabilidad del capital financiero, lo lleva a aumentar la tasa de interés y a privilegiar políticas contraccionistas y de apreciación monetaria. Si bien el alza de la tasa de interés tiende a favorecer a los bancos, debido a que cobran más por los créditos que otorgan, el problema se complica cuando no existe la liquidez y la solvencia necesaria para que recuperen los créditos caros otorgados. Es decir, la conjunción de las políticas de alza de la tasa de interés y de restricción de la oferta moneta-

ria, del gasto público y del crédito, terminan generando problemas de insolvencia que atentan sobre la estabilidad y rentabilidad bancaria buscada.

La política contraccionista, los problemas de insolvencia y de mayor vulnerabilidad financiera

La disminución de las ganancias en la esfera productiva, originada por las políticas contraccionistas y la liberalización económica, propicia una asignación de recursos a favor del sector financiero-especulativo, y una concentración del ingreso en detrimento del sector productivo. El contexto de restricción del mercado interno y de pérdida de competitividad, no ofrece los niveles de rentabilidad en la esfera productiva para financiar el pago de las altas tasas de interés que se configuran, por lo que deja de ser sujeto de crédito, además de que cae en cartera vencida.

Por lo tanto, la menor dinámica de acumulación en la esfera productiva, no solo desestimula las decisiones de inversión en la esfera productiva, sino también la disponibilidad crediticia, por parte de los bancos, pues en tal escenario más difícil es la recuperación de los créditos. La contracción del gasto público da lugar a la disminución de la inversión y del crédito, lo que retroalimenta la menor generación de ingresos. Los deudores para hacer frente a las altas tasas de interés y a la restricción crediticia, asumen mayores posiciones de riesgo, lo que los coloca en una situación de mayor vulnerabilidad y fragilidad.

Las políticas contraccionistas impiden la solución de la inestabilidad bancaria e inviabilizan las transferencias gubernamentales a través del Fondo Bancario de Protección al Ahorro, a dicho sector

Las políticas contraccionistas, así como la estabilidad monetario-cambiaría, las altas tasas de interés y la apertura generalizada de la economía, al actuar en detrimento de la dinámica de acumulación de las empresas, y al encarecer el costo de la deuda, nulifican la intervención gubernamental (de transferencia de recursos a través del Fondo Bancario

de Protección al Ahorro, Fobaproa), para alcanzar la estabilidad bancaria, debido a que continúa el problema de insolvencia, y las presiones desestabilizadoras sobre los bancos. Nos dicen Fazzari y Minsky que “si la política monetarista es efectiva en controlar la inflación, es solo porque quiebra al sistema financiero al punto de una crisis de liquidez que fuerza intervenciones de prestamista de última instancia” (Fazzari y Minsky, 1984, p. 114). El problema en el caso mexicano, es que tales intervenciones no resuelven la crisis bancaria.

No obstante, la actuación del gobierno, a través del Fobaproa para evitar la quiebra generalizada de la banca y evitar que las empresas vendan y desvaloricen sus activos, prosiguen los problemas de inestabilidad bancaria. Al circunscribirse el rescate bancario y la transferencia de recursos en favor de la banca, a través de los pagarés gubernamentales (pagaderos a 10 años) para impedir liquidez que pudiese originar algún impacto inflacionario y desestabilización cambiaria, que pudiese afectar al capital financiero internacional, ha mantenido los problemas de iliquidez y de insolvencia que originaron la inestabilidad bancaria. Tal situación tiende a agudizarse con la profundización de las políticas contraccionistas a raíz de la vulnerabilidad financiera internacional, lo que impide dinamizar al mercado interno e incrementar las ganancias de las empresas y los ingresos de los deudores, a fin de que tengan capacidad para cubrir la deuda pendiente y reestructurada, por lo que prosigue la inestabilidad bancaria. Nos dicen Fazzari y Minsky (1984, p. 107), que “los compromisos derivados de la estructura de pasivos serán ‘validados’ o ‘repudiados’ por la subsecuente operación de la economía, dependiendo de las ganancias generadas por los negocios”, por lo que cuando la situación económica no aporta ingresos suficientes para validar la deuda, se presenta insolvencia y crisis bancaria.

El carácter estructural de la crisis bancaria, se acentúa con la liberalización financiera y la política económica que la acompaña

La problemática bancaria generada no tiende a ser temporal, debido a que la incapacidad de pago se deriva del hecho de que las ganancias cre-

cen en menor proporción que el costo de la deuda, lo cual es un problema estructural resultado del contexto de liberalización económica predominante en la economía nacional. Mientras predomine la liberalización financiera y la política que la acompaña, el costo de la deuda aumentará en mayor proporción que la capacidad de pago. Las políticas contraccionistas, las altas tasas de interés, la indización de la deuda a la inflación y la apreciación cambiaria, impiden la desvalorización de la deuda, por lo que ésta crece más que el ingreso necesario para solventarla.

La deuda no es validada por el contexto de apertura económica (dada la incapacidad competitiva de los productores nacionales frente a importaciones), ni por las políticas contraccionistas instrumentadas para disminuir las presiones sobre el sector externo y el tipo de cambio.

Al restringirse la liquidez, el crecimiento del mercado interno y el ingreso de las empresas e individuos, mayor pasa a ser la relación de endeudamiento (deuda/capital o deuda/ingreso), y más vulnerables son al alza de la tasa de interés y a las políticas contraccionistas, lo que hace más difícil cubrir el pago de las deudas, por lo que crecen las carteras vencidas y se fragiliza más el sistema bancario nacional, alejándonos de las condiciones financieras necesarias para retomar el crecimiento sostenido de la economía.

C.- LA DISCIPLINA FISCAL NO AUMENTA EL AHORRO INTERNO, NI REDUCE LA TASA DE INTERÉS

La disciplina fiscal en su afán de aumentar el ahorro interno, termina por reducirlo

La teoría convencional nos dice que el déficit fiscal atenta sobre el ahorro interno, por lo que recomiendan disminuir el déficit fiscal para aumentarlo.

La economía ortodoxa y las autoridades monetarias y hacendarias del país señalan que el déficit fiscal atenta sobre el ahorro interno (véase SHCP, 1996), por lo que se pronuncian en favor de la restricción presupuestal para incidir favorablemente en el ahorro nacional.

De hecho, el gobierno inscribe la contracción del gasto público dentro de su política de favorecer el ahorro. Ante la dificultad de recurrir permanentemente al ahorro externo, se ha puesto el énfasis en el ahorro interno para lo cual proceden a aumentar la tasa de interés, como a reforzar la disciplina fiscal.

La funcionalidad del ahorro forzoso alcanzado a través de la disminución del gasto público, de salarios reales y del consumo, va dirigida a disminuir las presiones sobre el sector externo y alcanzar un superávit comercial que permita contribuir al pago del servicio de la deuda externa.

El ahorro forzoso es transferido, vía superávit fiscal y del comercio exterior, al pago del servicio de la deuda pública, y no va a aumentar la disponibilidad crediticia del sector bancario nacional. Por el contrario, éste se debilita más, debido a la contracción del mercado interno y de ingresos que origina la política de ahorro forzoso.

La restricción del consumo de los trabajadores no se traduce en mayor ahorro, sino por el contrario, afecta la realización de la producción y de las ganancias de las empresas, incidiendo ello negativamente sobre el ahorro nacional. Siguiendo el planteamiento de M. Kalecki, Wray nos dice que “si los trabajadores ahorrar, entonces los capitalistas no pueden cubrir todos los costos de producción a través de la venta de los bienes de consumo a los trabajadores, ...[por lo que]...las ganancias caerán” (Wray, 1992a, p. 958)

Pretender transferir poder de compra del presente al futuro a través del ahorro forzoso, representado por la contracción del gasto público, como del consumo y la inversión presente, no será alcanzado, debido al impacto que tiene dicha política sobre la menor actividad económica. Ello reduce la capacidad productiva y el empleo, y en consecuencia la generación de ingresos y ahorros futuros. La transferencia del poder de compra del presente al futuro, pretendida a través de la disciplina y recorte fiscal para generar un ahorro forzoso, no resulta exitoso, debido a que restringe el mercado interno, la inversión, la capacidad productiva, el ingreso y el ahorro.

La disminución del consumo, restringe la venta de las empresas, su ingreso, su capacidad para invertir y generar empleos, por lo que se

afecta la capacidad de pago de las deudas pendientes, como el crecimiento de depósitos en la banca. Nos dice Wray, que “cuando el gasto cae, los flujos de ganancias caen y las empresas llegan a ser incapaces de satisfacer los compromisos de pago. Esto tendrá efectos de reacción sobre las expectativas y guiarán a futuros cortes en la inversión” (Wray, 1989, p. 980).

La menor actividad económica impide la generación de ingresos y de ahorro, y compromete la capacidad de pago de impuestos y de las obligaciones financieras contraídas. Esto desestabiliza al sector bancario, el cual restringe su capacidad de financiamiento, además de exigir transferencias gubernamentales a su favor para evitar la quiebra generalizada de la banca. Por ello, la menor dinámica de la economía, el menor ingreso tributario, la desestabilización del sector bancario, y las presiones sobre las finanzas públicas, evidencian cómo la política de contracción del gasto público, en vez de actuar favorablemente sobre el ahorro interno, actúan en su contra.

No es posible aumentar el ahorro interno a través de políticas que contraen el mercado interno, la producción y el ingreso, y mucho menos si predomina un contexto de economía abierta de baja productividad y competitividad de la producción nacional, que incrementa el predominio de las importaciones en la demanda interna y en las exportaciones manufactureras, lo que reduce el efecto multiplicador interno de la inversión sobre el ingreso, el empleo y el ahorro. La economía mexicana enfrentó una drástica caída del ahorro interno desde 1990 a 1994, por las razones antes señaladas. Esto no afectó la dinámica económica debido a la gran entrada de capitales (observado en la cuenta de capitales de la balanza de pagos, véase Cuadro 3). Una vez frenada la entrada de capitales y al propiciarse su salida, se manifiesta la crisis en 1995, período en el cual se establece una política contraccionista de ahorro forzoso tendiente a asegurar el superávit de comercio exterior para cubrir el pago del servicio de la deuda externa.

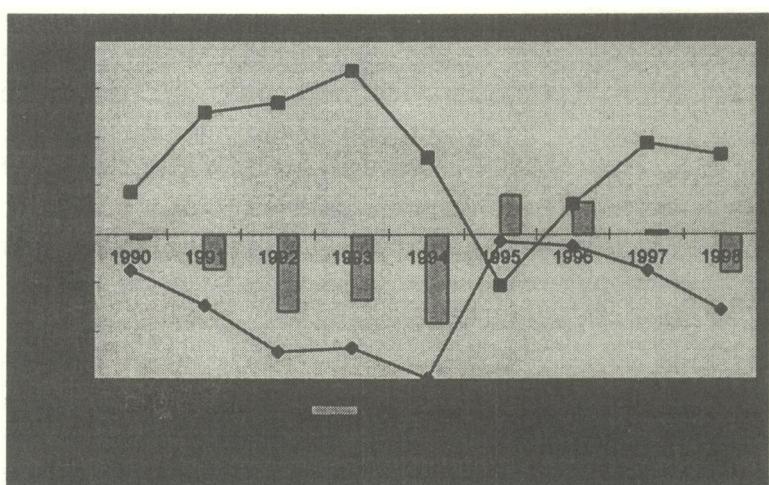
CUADRO 3
Ahorro Interno y Balanza de Pagos

| | Ahorro interno (% del PIB) | Saldo Comercio Exterior ** | Saldo en Cuenta Corriente** | Saldo en Cuenta de Capital** |
|------|-------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|
| 1990 | 20.3 | -881 | -7451 | 8441 |
| 1991 | 18.7 | -7279 | -14880 | 25139 |
| 1992 | 16.6 | -15934 | -24442 | 27039 |
| 1993 | 15.1 | -13481 | -23400 | 33760 |
| 1994 | 14.7 | -18464 | -29662 | 15787 |
| 1995 | 19.4 | 7889 | -1576 | -10487 |
| 1996 | 20.4 | 6531 | -2330 | 6134 |
| 1997 | 21.0 | 623 | -7451 | 18898 |
| 1998 | 20.6 | -7742 | -15786 | 16230 |

** Millones de dólares

Fuente: Para el ahorro interno la fuente es PRONAFIDE, 1997 -2000

Para los datos restantes la fuente es International Financial Statistics, FMI.



No obstante las políticas contraccionistas fiscales, crediticias y monetarias para favorecer el ahorro interno y el superávit de comercio exterior, en 1998 resurge el déficit de comercio exterior, lo cual es síntoma de nueva caída del ahorro interno, evidenciando ello la inoperancia de las políticas contraccionistas para aumentar el ahorro interno y alcanzar el ajuste externo.

La disciplina fiscal al disminuir la inflación, y estabilizar la moneda, la aprecia, a costa de aumentar el déficit externo y de contraer la dinámica de acumulación interna y por lo tanto el ahorro interno, lo que nos hace aún más vulnerables al comportamiento de los capitales. Además, afecta la esfera productiva y contrae el mercado interno, la dinámica de acumulación y el ingreso, por lo que acentúa los problemas del sector externo, genera problemas de pagos que desestabilizan al sistema bancario, lo cual compromete el ajuste fiscal y disminuye más el ahorro interno.

Asimismo, el contexto de apertura económica y las políticas que la acompañan, hacen más difícil el incremento del ingreso y el ahorro, debido a las filtraciones hacia el exterior, lo cual exige mayor crecimiento de la inversión, y por lo tanto, mejores condiciones financieras para impulsar la dinámica económica, y éstas no se alcanzan ante inexistencia de los fundamentos macroeconómicos sólidos que lo propicien.

Por tanto, la causa del bajo ahorro interno y del déficit externo no es la expansión del gasto público y del déficit fiscal como dice la escuela tradicional, sino que son resultado de la liberalización económica y las políticas contraccionistas de estabilidad monetaria.

El menor ahorro interno tiende a ser contrarrestado, bajo la liberalización económica, con entrada de capitales, lo que obliga a aumentar la tasa de interés. Ello retroalimenta la apreciación cambiaria, restringe el crecimiento del ingreso, aumenta las presiones sobre el sector externo, la inestabilidad bancaria y las presiones sobre las finanzas públicas, todo lo cual atenta sobre el ahorro interno e incrementa la vulnerabilidad externa.

Se cae en un círculo vicioso porque tal contexto atenta sobre la generación de ingreso y ahorro interno, y origina fuertes presiones sobre el sector externo, lo que hace a la economía depender más del ahorro exter-

no. Ello condena al gobierno a poner énfasis en la política de estabilidad monetaria y del tipo de cambio nominal, en las altas tasas de interés y en la disciplina fiscal para favorecer la entrada de capitales, por lo que la economía pasa a recrearse en un contexto recesivo y de vulnerabilidad externa creciente.

Para aumentar el ahorro, se tiene que proceder a incrementar la inversión y asegurar su efecto multiplicador interno para que dinamice el ingreso nacional y en consecuencia el ahorro. Es el incremento del gasto y no su contracción, lo que favorece el ahorro, al generar mejores condiciones de producción y de ingreso. El “ahorro es una filtración del flujo circular que puede ser generado solamente por inyecciones...sólo gastando se puede aumentar el ahorro”. (Wray, 1990, p. 163).

Al planteamiento de Wray de que “el ahorro no puede ser la fuente de financiamiento de la economía monetaria...[y de que]...solo el gasto deficitario financiado a través de la creación del crédito puede permitir el crecimiento” (Wray, 1989, p. 981), habría que añadir que dicho gasto deficitario debe tener un impacto sobre la producción nacional y no sobre el sector externo.

Es por lo tanto, el gasto deficitario y su efecto multiplicador interno, lo que aumenta la demanda e incentiva la inversión y el crecimiento de la capacidad productiva, para así incrementar la generación de ingresos y el ahorro interno. Tal situación no lo permite el proceso de liberalización financiera, debido a los altos coeficientes de importación que propicia, y a que no permite trabajar con déficit fiscal, debido a las expectativas inflacionarias y devaluatorias que genera, lo cual propiciaría enorme salida de capitales.

La disciplina fiscal no reduce del todo la tasa de interés, ni aumenta la disponibilidad crediticia al sector privado

La economía tradicional señala que es importante reducir el déficit fiscal para disminuir la demanda por créditos por parte del gobierno y por tanto las presiones sobre la tasa de interés.

Sin embargo, si bien la disciplina fiscal redonda en menor demanda por créditos, no necesariamente disminuye el impacto sobre la tasa de interés, debido a que ésta es determinada fundamentalmente por los requerimientos de entrada de capitales que la economía tiene. No obstante que se reduce el crecimiento de precios y disminuyen las presiones sobre el sector externo debido a las políticas contraccionistas, y se reduce la demanda por crédito externo y por entrada de capitales, ello a su vez restringe las presiones sobre la tasa de interés, ello no implica necesariamente que la dinámica de crecimiento pueda ser retomada, y que la tasa de interés pueda disminuir, debido a que los requerimientos de entrada de capitales no solo se derivan del impacto que el gasto público origina sobre el sector externo, sino que también provienen del impacto que sobre el déficit externo genera el contexto de economía abierta, el pago del servicio de la deuda externa, y el financiamiento de la estabilidad nominal del tipo de cambio que exige la globalización. La necesidad de entrada de capitales exige que la tasa de interés tenga que estar por arriba de los precios, lo que origina que el costo de la deuda crezca más que el ingreso de los deudores (empresas e individuos), lo que recrea el problema de insolvencia y de inestabilidad bancaria.

Por otra parte, la menor demanda por créditos por parte del sector público, no aumenta la disponibilidad de créditos al sector privado, debido a la política contraccionista predominante en el que se sustenta la propia disciplina fiscal. Las exigencias de estabilidad monetaria y la necesidad de disminuir las presiones sobre el sector externo, ante la menor entrada de capitales, obliga a establecer políticas fiscales y crediticias contraccionistas, por lo que por más que el gobierno disminuya su gasto, esto no se traduce en mayor disponibilidad al sector privado, y menos cuando la contracción del gasto público reduce el crecimiento del mercado y afecta las expectativas de rentabilidad de la inversión y de rembolso de los créditos.

El problema del *crowding out* no es derivado del déficit fiscal, tal como señala la escuela ortodoxa y los defensores de la disciplina fiscal. El problema no es que el déficit fiscal desplace al sector privado del financiamiento, o que genere presiones crediticias que aumentan la tasa

de interés, y agrave en consecuencia la problemática del sector bancario. Si ello ocurre es porque las políticas monetaria y crediticia contraccionistas no acompañan los requerimientos financieros del sector público. Nos dice R. Pollin y C. Justice (1994, p. 306) que “si el financiamiento de la actividad productiva es deficiente, no es porque el flujo de ahorro sea bajo, es porque las instituciones financieras son inadecuadas para realizar la tarea”. Y reitera Wray que “la creciente tasa de interés debe ser atribuida a una restrictiva política monetaria, en vez que al financiamiento deficitario. Si la creciente tasa de interés guía a una reducción del gasto privado, el *crowding out* es el resultado de la política monetaria y no directamente del resultado del gasto público deficitario”. (Wray, 1989, p. 984).

Si el déficit fiscal es explicado por expansión del gasto público corriente (programado), no reduce el ahorro interno, ni agrava la problemática del sector bancario, debido a que estaría dinamizando al mercado interno y mejorando los ingresos de las empresas e individuos y por lo tanto su ahorro y su capacidad de pago de las deudas pendientes. Si el gobierno insiste en disciplina fiscal es porque la liberalización financiera le impide trabajar con déficit. De ahí el antagonismo existente entre las políticas en favor del capital financiero, *versus* las requeridas para impulsar el ahorro interno y la estabilidad bancaria.

La política contraccionista, las altas tasas de interés y la distorsión de precios relativos

Las políticas monetarias en favor de la entrada de capitales, terminan apreciando la moneda, por lo que distorsionan los precios relativos en detrimento de la competitividad de los productos nacionales.

A diferencia de las posturas monetaristas tradicionales que solo centran los efectos de la política monetaria sobre la tasa de interés, Mishkin señala que incide también en el tipo de cambio y en el precio de las acciones (Mishkin, 1996, pp. 4-5).

La liberalización financiera exige de condiciones macroeconómicas, de estabilidad monetaria-cambiaria y de tasas de interés atractivas, que

configuran condiciones de rentabilidad al capital financiero para asegurar su entrada al país y evitar su salida y la desestabilidad de los mercados financieros. La entrada de capital que incentiva la mayor tasa de interés, al apreciar la moneda, incrementa la rentabilidad del capital internacional que es invertido en el mercado de acciones y de dinero.

Así, las políticas en favor de la entrada de capitales para financiar el contexto de economía abierta y el pago del servicio de la deuda externa, distorsionan los precios relativos en contra de la competitividad de la producción nacional, de la dinámica de acumulación de las empresas y del ajuste de la balanza de comercio exterior, además de hacer a la economía más dependiente y vulnerable a la entrada de capitales.

$M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow$ apreciación monetaria $\uparrow \Rightarrow$ acum. De cap. $\downarrow \Rightarrow$ insolvencia $\uparrow \Rightarrow$ inversión \downarrow

\Rightarrow def. com. ext. $\uparrow \Rightarrow$ vulnerabilidad externa \uparrow

La incidencia que la política monetaria contraccionista tiene sobre el tipo de cambio, juega un papel importante en el debilitamiento de las empresas nacionales frente a importaciones, como en la mayor vulnerabilidad en que la economía nacional cae al aumentar el déficit comercial externo y disminuir el ahorro interno, como consecuencia de la apreciación monetaria y de la contracción del ingreso.

La política monetaria no es neutral debido a que distorsiona los precios relativos, lo que afecta la dinámica de acumulación de las empresas y la balanza de comercio exterior, y acentúa la dependencia de la economía en torno a la entrada de capitales. Además, la distorsión de precios opera en favor de los activos financieros, y contra los activos reales, pues la apreciación de la moneda, aumenta la rentabilidad de los activos financieros, en detrimento de la rentabilidad de la esfera productiva. Nos dice Minsky que “el dinero no es neutral porque afecta los precios relativos y absolutos de los activos y la inversión”(Minsky, 1989, p. 51).

Ello hace que los recursos fluyan a la esfera financiera y se incremente la demanda por las acciones (en el mercado de capitales) y el precio de éstas. Sin embargo, las menores ganancias generadas en la es-

fera productiva, junto a los problemas crecientes que se presentan en sector externo, a raíz de la apreciación cambiaria, generan expectativas de menor crecimiento. Ello afecta el valor presente de los ingresos esperados en la producción, y actúa en detrimento del valor de los activos de las empresas y por lo tanto en el comportamiento del mercado de acciones.

Al conformarse expectativas de contracción de la actividad económica, de menores ganancias y de desvalorización de los activos, caen los precios de las acciones y de los activos de las empresas, lo que aumenta su relación de endeudamiento (deuda/capital), y agrava sus problemas de insolvencia.

La banca por su parte se ve afectada por esto, como por la desvalorización de las garantías de respaldo que tienen en su poder por los créditos concedidos. Se recrudece por lo tanto, los problemas financieros de las empresas, como la inestabilidad bancaria. Asimismo, el contexto de incertidumbre generado, promueve la conversión de la moneda nacional por el dólar, así como la salida de capitales, lo cual desestabiliza la paridad cambiaria, y presiona más sobre la tasa de interés, que obligan a adicionales políticas contraccionistas para evitar fuertes presiones inflacionarias, como mayores desequilibrios de los fundamentos económicos.

Las presiones sobre la carga de la deuda, tanto por las mayores tasas de interés y el tipo de cambio, como por los menores ingresos y la desvalorización del capital de las empresas, recrudecen los problemas de cartera vencida, como la inestabilidad bancaria y la contracción de la disponibilidad crediticia, lo que afecta la dinámica de la inversión y de la actividad económica.

D.- LAS POLÍTICAS CONTRACCIONISTAS, LAS EXPECTATIVAS DE MENORES INGRESOS Y LA VULNERABILIDAD ECONÓMICA

La política contraccionista y las expectativas de menores ingresos, desvalorizan los activos, propician la caída de la bolsa, la preferencia por liquidez y por dólares

La inversión se ve contraída, tanto por la disminución de la dinámica de acumulación que origina la contracción del mercado interno, y la pérdida de competitividad derivada de la apreciación cambiaria, como por la política contraccionista antinflacionaria (restricción fiscal y crediticia y alza de la tasa de interés).

El efecto recesivo generado, disminuye los ingresos esperados, desvaloriza los activos reales y financieros de las empresas, así como las garantías en poder de la banca, lo que complica más los problemas de insolvencia (debido a que aumenta la relación deuda/activos de capital) e inestabilidad bancaria, además de provocar caída en la bolsa, freno a la entrada de capitales y propiciar su salida, lo que da pie a una fase depresiva de la actividad económica. Al respecto Kregel señala que “una caída en el valor de los activos de capital...guiará a una disminución de confianza en las obligaciones de los bancos...a un colapso en su valor representado por un pánico bancario y a un colapso del sistema” (Kregel, 1992, p. 93).

Las empresas ven restringidos los créditos y se ven imposibilitadas de recurrir al mercado bursátil para colocar acciones, por lo que no tienen posibilidades de financiar sus inversiones y de encarar el pago de sus créditos, por lo que caen en cartera vencida y restringen la producción. Nos dice Dow que “durante la fase contraccionista, la preferencia por liquidez aumenta cuando los poseedores de activos intentan evitar pérdida de capital...la capacidad y el deseo de las instituciones financieras para extender el crédito, se contrae” (Dow, 1986-87, p. 253)

$M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow$ costo del capital y de la deuda $\uparrow \Rightarrow$ Inversión $\downarrow \Rightarrow$ PIB \downarrow
 \Rightarrow valor presente del capital $\downarrow \Rightarrow$ relación de endeudamiento D/C \uparrow
 \Rightarrow Insolvencia $\uparrow \Rightarrow$ crisis bancaria
 \Rightarrow créditos $\downarrow \Rightarrow$ Inv. y Prod. \downarrow

La política contraccionista reduce la demanda, la actividad económica, las ganancias esperadas y la liquidez de las empresas. Esto desvaloriza los activos, afecta el precio de las acciones y tiende a deprimir los precios, lo que aunado al alza de la tasa de interés, aumenta la relación de endeudamiento, la insolvencia y la inestabilidad bancaria, lo que restringe los créditos y recrea los problemas de crecimiento y de insolvencia.

$M \downarrow \Rightarrow$ demanda $\downarrow \Rightarrow$ gan. esperadas $\downarrow \Rightarrow$ liquidez $\downarrow \Rightarrow$ desvaloriza los activos $\uparrow \Rightarrow$
 \Rightarrow precio de acciones \downarrow
 \Rightarrow venta de activos $\uparrow \Rightarrow$ precio de activos \downarrow
 \Rightarrow insolvencia $\uparrow \Rightarrow$ inestabilidad bancaria \uparrow
 \Rightarrow consumo e inversión \downarrow

Nos dice Mishkin que “la mayoría de las crisis financieras en EUA han comenzado con un rápido aumento en la tasa de interés, un *crash* de la bolsa de valores y un aumento de la incertidumbre que surge después de empezar una recesión, todo lo cual es promovido por la política de contracción monetaria” (Mishkin, 1996, p. 17).

La política monetaria contraccionista y de alza de la tasa de interés, disminuyen la actividad económica y las ganancias, desvalorizan los activos de las empresas, provocan caída de la bolsa y de la dinámica de acumulación de capital, aumentan la insolvencia y la inestabilidad bancaria. Tal situación acontece también sin existir altas tasas de interés. Los países del Sureste Asiático (con excepción de Indonesia) presentan tasas de interés menores a los países latinoamericanos a raíz de la crisis de 1997 (véase Cuadro 1), y sin embargo las políticas fiscales y crediticias contraccionistas han afectado la dinámica de acumulación y crecimiento de las empresas, así como sus problemas de insolvencia, lo que ha desestabilizado a su sector bancario. Se genera un contexto de incertidumbre

que promueve prácticas especulativas contra la moneda, lo que genera un contexto recesivo y de inestabilidad monetaria, cambiaria y financiera.

La desvalorización de los activos reales y financieros que se derivan de la política contraccionista que origina expectativas de menores ingresos y ganancias, comprometen las condiciones de pago, de estabilidad bancaria y del mercado de acciones.

Las menores expectativas de rentabilidad y de capitalización en la esfera productiva, como en la esfera bursátil, disminuyen la inversión productiva e incrementan la demanda por preferencia por liquidez y por activos en moneda extranjera, por lo que aumentan las presiones sobre la tasa de interés, el tipo de cambio y el sector financiero nacional.

Las monedas nacionales dejan de ofrecer confianza a los inversionistas financieros, por lo que optan por activos financieros en moneda fuerte, para cubrirse ante mayores devaluaciones. Ello actúa en detrimento de los depósitos nacionales, y recrea los problemas de inestabilidad del sistema bancario nacional.

Al recrearse y acentuarse los problemas de insolvencia e inestabilidad bancaria, y al limitarse una nueva actuación gubernamental para el rescate bancario (ante los problemas de finanzas públicas que se enfrentan), llevará a la venta de activos para allegarse de liquidez para encarar el pago de su deuda, como para especular, lo que propiciará mayor desvalorización de los activos de los deudores. Esto, no solo aumenta la dificultad para sortear el pago de la deuda, sino que también dificulta a la banca el cobro de los créditos a partir de las garantías que tiene en su poder. Nos dice Minsky que “el colapso del valor de los activos...guiará a una escasez en el flujo de ganancias...que a su vez hace más difícil los compromisos financieros de los negocios, si no imposibles” (Minsky, 1985, p. 38). De tal forma, los problemas de menor dinámica de acumulación, de desvalorización de activos, de insolvencia e inestabilidad bancaria y monetaria, dan lugar a un proceso de mayores fusiones, reestructuraciones y extranjerizaciones bancarias para allegarse de recursos financieros para sortear tal problemática. Sin embargo, ello no impedirá la manifes-

tación de una crisis profunda, debido a que continúan las presiones sobre los fundamentos económicos y sobre las variables monetarias y cambiarias, así como sobre el sector financiero.

Las políticas contraccionistas aumentan la vulnerabilidad de la economía

Las políticas contraccionistas y la estabilidad monetario-cambiaría han sido incapaces de configurar condiciones macroeconómicas y financieras de estabilidad para encarar la vulnerabilidad externa que genera el proceso de globalización, y para retomar condiciones de crecimiento. Por el contrario, han recrudecido los problemas de baja competitividad, lo que afecta la esfera productiva y la generación de empleo, así como al sector externo y la estabilidad bancaria. Asimismo, las políticas contraccionistas dirigidas a asegurar la disciplina fiscal, terminan originando presiones sobre ésta. El mayor costo de la deuda interna que se deriva del alza de la tasa de interés, aunado a la menor dinámica de crecimiento, y menor captación de ingresos tributarios, aumentan el déficit público.

La restricción de la liquidez y el crecimiento del mercado, junto al alza de la tasa de interés, agravan los problemas de sobrendeudamiento, y comprometen el pago de la deuda, el crecimiento del consumo y la inversión. Esto coloca a los sectores endeudados en una situación de alta vulnerabilidad. Si aumenta la tasa de interés y se reduce el gasto público y el crédito, los deudores pasan a enfrentar el peor de los mundos posibles, pues ven incrementado el costo de su deuda, y reducido el crecimiento de sus ingresos y su capacidad de pago. De tal forma, la política contraccionista y el alza de la tasa de interés es el peor antídoto que se le puede dar al sector bancario, en contextos donde predominan altos niveles de endeudamiento y problemas de insolvencia.

Tal situación obliga al gobierno a transferir recursos a dicho sector para evitar su quiebra y para frenar la incertidumbre y la salida de capitales que desemboque en crisis profunda de la economía, por lo que termina presionando sobre el déficit fiscal. De tal forma, la política contraccio-

nista, en vez de ajustar las finanzas públicas, termina aumentando las presiones deficitarias y de inestabilidad bancaria.

La política contraccionista asumida por el gobierno frente a la vulnerabilidad externa, acentúa la inestabilidad bancaria y la tendencia recesiva que se deriva del contexto internacional

Cuando las expectativas son de crecimiento y de estabilidad monetaria, el capital externo ingresa a la economía e impulsa el crecimiento, y cuando las expectativas son de mayor déficit externo, de menor crecimiento y de desestabilidad monetaria, el capital deja de entrar y sale, por lo que se frena la actividad económica y se desestabiliza la moneda. Esto evidencia la clara posición procíclica que desempeñan los mercados financieros. Nos dice Dow que “los mercados financieros tienden a exacerbar los ciclos...expandiendo el crédito durante el auge y contrayéndolo durante la fase de declinio” (Dow, 1986-87, p. 247)

El contexto de presiones crecientes sobre la balanza de comercio exterior, derivado del deterioro de los términos de intercambio propiciados por el contexto de vulnerabilidad internacional, aunado a la menor entrada de capitales, y las presiones crecientes sobre las finanzas públicas debido al rescate bancario, como por el alza de la tasa de interés y la inestabilidad cambiaria, han creado un clima de incertidumbre sobre la actividad económica nacional, que el gobierno trata de encarar a través de la restricción monetaria, fiscal y crediticia.

Las mayores presiones que una economía enfrenta sobre el sector externo, como sobre las finanzas públicas, tienden a debilitar su moneda y a afectar la rentabilidad del capital financiero.

CUADRO 4
Balance fiscal, del sector externo y tipo de cambio

| | 1997 | 1998 |
|---|------------|------------|
| Balance público (millones de pesos) | -23 011.00 | -47 420.00 |
| Saldo de comercio exterior (millones de dólares) | 623.60 | -7 742.20 |
| Saldo en cuenta corriente (millones de dólares) | -7 448.40 | -15 786.40 |
| Saldo en cuenta de capital (millones de dólares) | 15 762.70 | 16 230.30 |
| Tipo de cambio (fin de año) | 8.136 | 9.87 |
| Tasa de crecimiento | 3.6% | 21.3% |

Fuente: Banco de datos de INEGI.

No obstante las políticas contraccionistas fiscales y crediticias establecidas en México en 1998, el déficit público creció, así como el déficit de comercio exterior y de cuenta corriente, lo que cambia los fundamentos económicos y las condiciones de confianza exigidas por el capital financiero internacional, por lo que pasa a tomar una actitud de cautela hacia el país. Al aumentar los desequilibrios macroeconómicas, las presiones sobre el tipo de cambio no se dejan esperar, tal como se observa en el alza manifestada en el tipo de cambio. (véase Cuadro 4)

Ante las perspectivas del freno de la entrada de capitales, propiciada por el contexto de incertidumbre de los mercados financieros internacionales y la problemática nacional, el gobierno procede a establecer altas tasas de interés y restricciones monetaria, crediticia y fiscal, para disminuir las presiones sobre el sector externo y precios para retomar las condiciones de estabilidad monetario-cambiaría y de rentabilidad financiera, para evitar mayores salidas de capitales, como para estimular su entrada, e impedir fuertes inestabilidades en los mercados financieros.

Al dejar de contar con financiamiento externo, no se puede mantener una política de expansión crediticia, ni el crecimiento de la inversión, lo que atenta sobre la generación de ganancias, y las condiciones financieras internas necesarias para asegurar el crecimiento y la estabilidad del sector bancario nacional. Esto evidencia que la economía no tiene capacidad endógena para mantener un sistema bancario estable, ni para financiar políticas fiscal y crediticia para el crecimiento. Por el contrario, la economía enfrenta una gran vulnerabilidad externa como resultado de la globalización, debido a que la hace depender más del comportamiento y de las exigencias de política económica colocadas por el capital financiero internacional.

La menor dinámica de acumulación generaron problemas financieros en las empresas, lo que las lleva a aumentar la demanda por créditos, tanto para pagar los adeudos pendientes, como para mantener su dinámica de inversión. Al no ser satisfecha la demanda crediticia por la banca y al no otorgar ésta mejores términos de reestructuración de los créditos vencidos, lleva a las empresas a restringir la inversión y a declararse en cartera vencida. Señala Fazzari que “cuando la economía se debilita, menores ganancias reducen el flujo de efectivo y debilita la inversión...la restricción crediticia que emerge cuando las ganancias y las ventas caen, también limitan la inversión” (Fazzari, 1993, p. 53).

Las políticas contraccionistas son contraproducentes a las exigencias de liquidez y de solvencia que requiere la estabilidad bancaria. La política de reducción de la inflación en favor del capital financiero internacional, atenta sobre la estabilidad del sector bancario nacional, debido a que impide la generación de condiciones de acumulación y de pago, necesarias para salvaguardar la estabilidad del sistema bancario.

Las perspectivas de no crecimiento de ganancias, restringen las decisiones de inversión por parte de los deudores, o demandantes de crédito, así como el otorgamiento de préstamos por parte de la banca ante la dificultad de asegurar el reembolso de los nuevos créditos. Esto se acentúa con la política del banco central de restringir el crédito para disminuir las presiones sobre precios. Se profundizan por lo tanto los problemas de

escasez crediticia y de falta de liquidez de la economía, y con ello la cartera vencida, el menor crecimiento de la inversión y la inestabilidad bancaria. Nos dice Bhaduri y Steindl (1985, p. 73) que “la restricción monetarista es irreconciliable con la posición inconfortable en que los bancos han caído. La insolvencia de muchos de sus deudores hace necesario que el banco central intervenga como prestamista de última instancia”. El problema es que el contexto de liberalización y desregulación económica impide al banco central actuar como prestamista de última instancia, debido a que ello tendría impacto inflacionario y devaluatorio, lo que propiciaría fuga de capitales y desestabilizaría más al sector financiero y a la economía.

Con la contracción del gasto público, la inversión y el crédito, menos se generará el ingreso y la capacidad de pago para encarar los adeudos pendientes, ni para revertir la inestabilidad bancaria, ni la fase depresiva de la actividad económica, que puede desembocar en depresión.

Al responder el gobierno a la inestabilidad económica mundial con políticas contraccionistas para evitar mayores presiones sobre el sector externo, sobre precios y el tipo de cambio, deja de utilizar una política anticíclica fundamental que es la expansión del gasto público. La liberalización comercial y financiera, obliga al gobierno a privilegiar la política contraccionista de ajuste externo, por lo que se genera un efecto procíclico, que acentúa la tendencia recesiva, que la vulnerabilidad y crisis internacional originan sobre la economía nacional. En contexto de libre movimiento de capitales e incertidumbre, las políticas monetaria, crediticia y fiscal dejan de ser utilizadas como instrumentos para el crecimiento, y para estabilizar al sector bancario, circunscribiéndose fundamentalmente a alcanzar el objetivo de estabilidad de la moneda.

La contracción crediticia y fiscal tienen un efecto procíclico debido a que acentúa las tendencias recesivas que se derivan de la vulnerabilidad financiera internacional. Las empresas ven disminuidos sus ingresos tanto por la contracción del mercado interno provocada por las políticas contraccionistas, como por el menor crecimiento de las exportaciones. Ello, aunado a la disminución crediticia, y a la dificultad de obtener

financiamiento a través de la colocación de deuda, lleva a las empresas a restringir la inversión, lo que acentúa la tendencia recesiva configurada.

La banca, en vez de contrarrestar los problemas de insolvencia que enfrentan los deudores y el propio sector, acentúa la contracción crediticia. Ello restringe la actividad económica, así como los ingresos y la capacidad de pago de las empresas e individuos, por lo que la banca no ve asegurado el reembolso de los créditos otorgados anteriormente. Nos dice Dymski que “la solvencia de un banco está entrelazada con los compromisos de capital real de todas las empresas con que sostiene contratos crediticios” (Dymski, 1988, p. 521). Si las empresas no ven incrementados sus ingresos, tampoco la banca podrá ver valorados sus activos, lo que compromete los depósitos bancarios y la estabilidad de dicho sector. De tal forma, las políticas contraccionistas impiden a las empresas y a la banca balancear sus cuentas. Al contraerse los créditos, más se restringe la generación de ingresos necesarios para que la banca pueda recuperar el reembolso de la cartera vencida, y para ver incrementados los depósitos, las reservas y la liquidez, cayendo por lo tanto en un círculo vicioso recesivo y de desestabilización del sector bancario. Al respecto nos reitera Dymski que “cuando el flujo de crédito a través del sistema bancario es cortado, las posiciones financieras se fragilizan tanto de los bancos como no bancos y la cadena de compromisos financieros se deshace” (Dymski, 1988, p. 522).

Esto conduce a las empresas a asumir mayores posiciones de riesgo, así como a disminuir la inversión y a la venta de activos para obtener liquidez y hacer frente a su problemática. Ello presiona a la baja el precio de los activos financieros y productivos, además de desestabilizar más al mercado financiero y al sector bancario. Nos dice Penny Neal que “la deflación de la deuda puede resultar cuando los activos son vendidos en el intento de ganar liquidez, tanto por los deudores que buscan pagar sus deudas, como los acreedores quienes están liquidando colaterales” (Neal, 1996, p. 415). La política contraccionista no pueden durar permanentemente, pues las fases recesivas prolongadas y de desvalorización de activos, aumentarían la quiebra de bancos y de empresas. Esto exigirá más temprano que tarde replantear la liberalización financiera y frenar

las acciones especulativas de fugas de capitales para poder expandir la moneda, el gasto público y el crédito para evitar la quiebra del sistema de pagos y una crisis de mayores proporciones.

La política contraccionista no disminuye las prácticas especulativas

Los crecientes embates que la economía enfrenta a raíz de la inestabilidad de los mercados financieros internacionales, y del contexto recesivo mundial, junto a la incapacidad interna de hacer frente a tal situación, configuran un contexto de incertidumbre que frena la entrada de capitales y presiona sobre el tipo de cambio. Ello se traduce en mayor demanda por liquidez interna para su conversión en dólares, lo que impacta negativamente sobre el sistema bancario, sobre el sector externo, sobre la tasa de interés, sobre las reservas internacionales y sobre la actividad económica. Al respecto, nos dice Wray que “una crisis puede ocurrir si los costos financieros aumentan, si la preferencia por la liquidez aumenta o si el flujo de ingresos resulta ser menor al esperado” (Wray, 1992b, pp. 167-168).

La dificultad para salir de los problemas financieros manifestados en Japón, en el sureste asiático, como en Rusia, y el clima de incertidumbre que ello configura en los mercados financieros internacionales y de divisas, reducen la efectividad de las políticas monetarias y fiscales contraccionistas y las altas tasas de interés, para frenar las presiones sobre la paridad cambiaria de las monedas. La especulación no ha sido frenada por tales políticas, pues ellas no eliminan la incertidumbre derivada de los problemas estructurales que se han agudizado a raíz de los estragos que la liberalización comercial y financiera han originado. Tales problemas se manifiestan en menor dinámica de acumulación y crecimiento de las empresas, en déficit creciente del sector externo, en inestabilidad bancaria, como en presiones sobre las finanzas públicas, que mantienen latentes las presiones sobre precios, sobre el tipo de cambio, como sobre la tasa de interés.

Mientras persista el libre movimiento de capitales y en consecuencia la preocupación de reducir la inflación y estabilizar el tipo de cambio

(para evitar que el libre movimiento de capitales se traduzca en acciones especulativas), predominarán políticas monetarias, fiscales y crediticias contraccionistas y relativas altas tasas de interés; “la integración financiera internacional reduce la habilidad del banco central a configurar una tasa de interés diferente de aquellos mayores países externos”. (Fazzari, 1993, p. 71). En tal contexto, no se generan condiciones macroeconómicas, ni financieras para el crecimiento, sino por el contrario, continuarán los problemas de insolvencia y de inestabilidad bancaria, así como el ambiente de incertidumbre que es caldo de cultivo para prácticas especulativas.

E.- LA GLOBALIZACIÓN IMPIDE EL USO SOBERANO DE LA POLÍTICA ECONÓMICA PARA QUE RESPONDA A LAS DEMANDAS DE LOS NACIONALES

La liberalización financiera y la incertidumbre y volatilidad que la acompañan, impiden flexibilizar a la política monetaria, crediticia y fiscal para que éstas puedan responder a los problemas de insolvencia e inestabilidad bancaria y a las demandas de crecimiento de mercado que reclaman los sectores productivos del país, debido a que impactaría sobre acciones especulativas, devaluatorias e inflacionarias, que afectarían al capital financiero internacional, en quien se sustenta dicha apertura económica. De ahí que las autoridades monetarias y hacendarias no instrumentan políticas expansionistas, ni de baja tasa de interés, debido a que mandarían señales adversas al mercado financiero. La integración de los mercados financieros internacionales y el libre movimiento de capitales, impiden tener una política monetaria, de tasa de interés y de tipo de cambio diferente a la exigida por el capital financiero internacional.

El gasto público no puede expandirse para dinamizar el mercado interno y las ganancias de las empresas, para mejorar su capacidad de pago y superar la inestabilidad bancaria. El banco central tampoco puede expandir la oferta monetaria y el crédito para generar liquidez y solvencia, para evitar la desvalorización de los activos y la inestabilidad bancaria, debido a que tendría impacto inflacionario y devaluatorio. El problema es que sin política de financiamiento, no hay condiciones de

expandir el gasto y la inversión, ni de generar ganancias en la esfera productiva para estimular la inversión y estabilizar a la banca.

En un contexto de economía abierta, el gasto público no puede actuar como elemento anticíclico frente al proceso recesivo derivado de la vulnerabilidad y crisis internacional. Además, la apertura económica disminuye el impacto multiplicador interno de la inversión, sobre la producción, el ingreso, las ganancias, el empleo y el ahorro, y aumenta las presiones sobre el sector externo, por lo que reduciría el impacto del gasto público sobre la actividad económica, e incrementaría los requerimientos de entrada de capitales, haciendo a la economía más vulnerable en torno al comportamiento del capital financiero internacional.

Ello explica el porqué la gran mayoría de las economías del mundo priorizan políticas de reducción de la inflación, de disciplina fiscal y estabilidad nominal del tipo de cambio, para evitar fuertes sobresaltos en el movimiento de capitales y en sus mercados financieros y cambiarios. En dicho esquema nos condenamos al predominio de políticas contraccionistas y de altas tasas de interés, lo que impide condiciones financieras para el desarrollo.

CONCLUSIONES

A pesar que las políticas económicas predominantes favorecen sobre todo al capital financiero internacional, a costa de debilitar al capital productivo, a la banca nacional, a los asalariados y desempleados, el sector afectado se muestra incapaz de anteponerse a tales políticas. Si éstas persisten, es porque no ha habido sectores económicos y políticos con fuerza que se opongan a ella.

El poder del capital financiero internacional ha adquirido dimensiones desproporcionadas que impiden al sector productivo, al bancario nacional y a los trabajadores y desempleados, modificar las políticas monetaria, fiscal, crediticia y cambiaria vigentes. Nos dice Epstein que “si las conexiones entre la industria y las finanzas son débiles, menos probable será que la política del banco central responda a los intereses del capital como un todo” (Epstein, 1987, p. 251) y añade que “cuando la desregu-

lación financiera y la integración financiera internacional se expanden, es menos posible para los trabajadores o al capital influenciar la política del banco central” (Epstein, 1994, p. 268).

Al subordinarse las autoridades monetarias y financieras a los intereses del capital financiero internacional y relegar las demandas de los nacionales, el gobierno deja de desempeñar su papel de regulador de la actividad económica y del poder político que de ello emana, evidenciando su debilidad frente al poder del capital hegemónico.

BIBLIOGRAFÍA

- Arestis, P. y Bain, K., (1995), “The independence of central banks: A non conventional perspective”, en *Journal Economic Issues*, vol. 29, núm. 1.
- Bhaduri A. y Steindl J., (1985), “The Rise of Monetarism as a Social Doctrine”, en *Post Keynesian Economic Theory*, Editado por Philip Arestis y Taros Skouras.
- Chick V., (1993), “Sources of Finance, Recent Changes in Bank Behaviour an the Theory of Investment and Interest” en *Money and Banking*, editado por Philip Arestis.
- Criterios Generales de Política Económica, 1996 y 1999, SHCP, México.
- Dow S., (1986-87), “Post Keynesian Monetary Theory for an Open Economy” en *Journal of Post Keynesian Economics* (JPKE), vol. 9, núm. 2.
- Dymski G., (1988) “A Keynesian Theory of Bank Behaviour”, en *JPKE*, vol. 10, núm. 4.
- Epstein G. (1987), “Federal Reserve Behavior and the Limits of Monetary Policy in the Current Economic Crisis” en *The Imperiled Economy Book I, Macroeconomic from a Left Perspective*.
- Epstein G., 1994, “A Political Economy Model of Comparative central Banking” en *New Perspective in Monetary Macroeconomics*, Editado por Gary Dymski y R. Pollin.
- Fazzari S. y Minsky H., 1984, “Domestic Monetary Policy: If not Monetarism, What?”, en *Journal Economic Issues*, vol. 18, núm. 1.

- Fazzari S., 1993, "Monetary Policy, Financial Structure and Investment" en *Transforming the U.S. Financial System*, Editado por G.A. Dymski, G. Epstein y R. Pollin.
- Frankel, J., 1992, "Measuring international capital mobility: a review", en *American Economic Review*, núm. 82, Mayo.
- Huerta A., 1997, *Carteras Vencidas, Inestabilidad Financiera*, Ed. Diana.
- Kregel J., 1992, "Minsky's Two Price Theory of Financial Instability and Monetary Policy", en *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*, Editado por S. Fazzari y D.B. Papadimitriou, Editorial M.E. Sharpe Inc. N.Y.
- Minsky, H., 1985, "The Financial Instability Hypothesis: A Restatement, en *Post Keynesian Economic Theory. A Challenge to Neoclassical Economics*, Editado por Philip Arestis y T. Skouras.
- Minsky, H., 1989, "Financial Structures: Indebtedness and Credit", en *Money, Credit and Prices in Keynesian Perspective*, Editado por Alain Barrere, MacMillan.
- Mishkin F.S., 1996, "The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy" en NBER, Working Paper Series 5464.
- Neal P., 1996, "Keynesian uncertainty in credit markets" en *JPKE*, vol. 18, núm .3.
- SHCP, 1996, y 1999, SHCP, *Criterios Generales de Política Económica*.
- Wray, R.L., 1989, "A Keynesian Presentation of the Relations among Government Deficit, Investment, Saving and Growth" en *Journal Economic Issues*, vol. 23, núm. 4.
- Wray, R.L., 1990, "Can the Social Security Trust Fund Contribute to Saving?", en *Journal Post Keynesian Economics*, vol. 13, núm. 2.
- Wray, R.L., 1992a, "Saving, Profits and Speculation in Capitalism Economics", en *Journal Economic Issues*, vol. 26, núm. 4.
- Wray, R.L., 1992b, "Minsky's Financial Instability Hypothesis and the Endogeneity of Money", en *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*, Editado por S. Fazzari y D. B. Papadimitriou, M. E. Sharpe Inc N.Y.
- Wray. R.L., 1993, "Money, Interest Rates and Monetarist Policy", en *JPKE*, vol. 15, núm. 4.