

La autonomía del Banco Central y la pérdida de manejo soberano de política económica	Título
Huerta G., Arturo - Autor/a;	Autor(es)
Reforma financiera en América Latina	En:
Buenos Aires	Lugar
CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales	Editorial/Editor
2006	Fecha
	Colección
Política Económica; Instituciones Financieras; Banco Central; Política Financiera; América Latina;	Temas
Capítulo de Libro	Tipo de documento
"http://bibliotecavirtual.clacso.org.ar/clacso/coediciones/20100825030949/huerta.pdf"	URL
Reconocimiento-No comercial-Sin obras derivadas 2.0 Genérica http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/2.0/deed.es	Licencia

Segui buscando en la Red de Bibliotecas Virtuales de CLACSO
<http://biblioteca.clacso.edu.ar>

Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales (CLACSO)
Conselho Latino-americano de Ciências Sociais (CLACSO)
Latin American Council of Social Sciences (CLACSO)
www.clacso.edu.ar



Huerta, Arturo. La autonomía del Banco Central y la pérdida de manejo soberano de política económica. En publicación: Reforma financiera en América Latina. Eugenia Corre y Alicia Girón. CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales. Buenos Aires, Argentina, 2006. ISBN: 987-1183-42-9

ARTURO HUERTA G.*

LA AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL Y LA PÉRDIDA DE MANEJO SOBERANO DE POLÍTICA ECONÓMICA

Disponible en la web: <http://bibliotecavirtual.clacso.org.ar/ar/libros/edicion/correa/huerta.pdf>

Fuente: Red de Bibliotecas Virtuales de Ciencias Sociales de América Latina y el Caribe de la red CLACSO

<http://www.clacso.org.ar/biblioteca>

INTRODUCCIÓN

El presente artículo analiza en qué medida la autonomía del Banco Central obedece a los intereses del capital financiero internacional de asegurar la estabilidad monetaria, llevando al país a no tener manejo soberano de política económica para el crecimiento. Se consigue la reducción de la inflación a costa de atentar sobre las condiciones de liquidez necesarias para la realización de la producción y la solvencia requerida para el buen funcionamiento de la esfera productiva y del sector bancario, terminando este por restringir la disponibilidad crediticia, además de acentuar las presiones financieras sobre el sector público. Todo ello evidencia el carácter no neutral de la política monetaria. A pesar de la baja de la inflación, no se reduce la tasa de interés debido al contexto de incertidumbre derivado de las consecuencias de la política de esta-

* Profesor del Posgrado de la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM). Doctor en Economía, ha realizado estadias de investigación en la Universidad de Berkeley, en la Universidad de Campinas, en la Universidad de Cambridge. Obtuvo el Premio Anual de Economía Banamex por su tesis de licenciatura en 1974, el Premio de Investigación Económica Maestro Jesús Silva Herzog en 1985, y el Premio Universidad Nacional en el Área de Investigación de Ciencias Económicas y Administrativas en 1994. Autor de once libros, y más de cien artículos publicados en libros colectivos y revistas especializadas. Es miembro del Sistema Nacional de Investigadores.

bilización predominante, generándose un contexto de estancamiento y de alta vulnerabilidad, con alto costo económico, político y social, que terminará haciendo insustentable la autonomía del Banco Central y la política económica que la acompaña.

EL PORQUÉ DE LA AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL

El enfoque convencional adjudica la inflación –entre otras cosas– a la subordinación del Banco Central y la política monetaria al financiamiento deficitario de los gobiernos.

Los defensores de la autonomía del Banco Central señalan que “la inestabilidad política es probable a estar asociada con alta inflación y la falta de un Banco Central independiente” (Mas, 1995: 1641). De ahí que los organismos financieros internacionales, tales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM), recomienden la autonomía de los bancos centrales, a fin de evitar el manejo discrecional de la política monetaria que comúnmente prevalece cuando dicha institución emisora depende de los gobiernos. En nuestro caso, como en la mayoría de los países de América Latina, se ha procedido a otorgar dicha autonomía a fin de generar expectativas de estabilidad monetaria y ganar confianza frente a los inversionistas nacionales y extranjeros, en el sentido de evidenciar el propósito gubernamental de instrumentar políticas apropiadas que garanticen la disciplina necesaria para evitar prácticas monetarias que puedan desestabilizar la moneda y afectar al capital financiero.

El objetivo único a perseguir por parte del Banco Central autónomo es la reducción de la inflación. Se confiere el manejo de la política monetaria y cambiaría a funcionarios que se subordinen a dicho objetivo y que, por lo tanto, no respondan a las demandas nacionales llamadas populares que los puedan aislar del cumplimiento del objetivo trazado. De tal forma, dicha institución sigue los mandatos de la estabilidad deseada por el capital financiero internacional, y deja de responder a los reclamos de la mayoría de los sectores nacionales. De ahí que el consejo directivo de dichas instituciones no tenga representantes de la sociedad –no de elección popular, sino gente que comparte el mismo ideal e interés del capital financiero internacional– y que no responda a los reclamos de crecimiento económico y de empleo exigidos por los nacionales.

El capital financiero internacional le ha quitado al gobierno el control del Banco Central, y por lo tanto el poder soberano de emisión monetaria, para evitar presiones inflacionarias que pudiesen trastocar la valorización de su capital. Las reglas monetarias internas y las políticas del Banco Central autónomo son sujetas a las que establece el FMI para los países en desarrollo, ya que los bancos centrales de los países desarrollados tienen un comportamiento diferente.

EL OBJETIVO DE CRECIMIENTO ECONÓMICO ES RELEGADO POR LA AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL

Al otorgarle autonomía al Banco Central, el capital financiero internacional le ha quitado al gobierno su control, y por lo tanto el poder soberano de emisión monetaria para evitar presiones inflacionarias que pudiesen trastocar la valorización de su capital. Las reglas monetarias internas y las políticas del Banco Central con el único objetivo de reducir la inflación hacen que se resigne la política económica para el crecimiento, ya que se obliga a subordinar la política cambiaria y fiscal a tal objetivo.

De ahí que se conjugue la política monetaria restrictiva con igual desempeño de la política fiscal, tanto para contraer la demanda y evitar presiones sobre precios y sobre importaciones, o para reducir la demanda por divisas, como para estimular su ingreso, mediante las altas tasas de interés, o por la seguridad de la estabilización monetaria que ellos exigen y a través de la privatización y extranjerización de empresas nacionales, para así incrementar la oferta de divisas y asegurar la estabilidad cambiaria y la reducción de la inflación.

El Banco Central autónomo deja de llevar adelante las tareas tradicionales que todo Banco Central tenía, de financiamiento al gobierno y de asegurar la liquidez y solvencia necesarias para el buen desempeño de la economía y del sector bancario nacional, por lo que deja de haber política fiscal y crediticia a favor del crecimiento.

El contexto de economía abierta, de alta vulnerabilidad, conjuntamente con los requerimientos crecientes de entrada de capitales para financiar el déficit del sector externo, obliga al Banco Central a privilegiar políticas monetarias restrictivas y la consecuente alta tasa de interés, a fin de frenar la demanda y evitar presiones sobre el sector externo y el tipo de cambio.

Se establece una alta tasa de interés a favor de la demanda por moneda nacional y activos financieros nacionales y entrada de capitales para disminuir la inflación. Ello actúa contra el sector productivo. Davidson, citando a Keynes, nos dice que “si las naciones permiten libre movimiento de fondos a través de las fronteras nacionales, entonces ‘la autoridad no tendría control directo sobre la tasa de interés interna o para incentivar la inversión interna, y las medidas para incrementar la balanza de comercio favorable son [...] los únicos medios directos a su disposición para incrementar la inversión externa’ (Keynes, 1964: 336)” (Davidson, 2002: 476).

CONSECUENCIAS DE LA POLÍTICA MONETARIA RESTRICTIVA

El alza de la tasa de interés, por un lado aumenta el costo de financiamiento y de la deuda y disminuye la inversión, y por otro contribuye a la apreciación cambiaria al estimular la entrada de capitales, por lo que las empresas nacionales quedan en el peor de los mundos posibles.

Resultan perjudicadas por los mayores costos financieros, por la restricción de la demanda y por la pérdida de competitividad frente a las importaciones, por lo que ven disminuida su posición en el mercado así como sus ganancias, lo cual reduce su capacidad de pago e inversión.

Asimismo, la política monetaria restrictiva termina presionando sobre el déficit fiscal, tanto por el aumento de la carga del servicio de la deuda como porque disminuye los ingresos públicos al restringir la actividad económica. Al crecer la tasa de interés más que la actividad económica y que el ingreso del sector público, se incrementa la relación de endeudamiento así como la carga del servicio del mismo, lo que condena al gobierno a restringir sus gastos (que a su vez contrae la actividad económica), a aumentar las concesiones de servicios públicos en favor del sector privado, y a vender activos para pagar pasivos y así disminuir el déficit fiscal.

Las presiones que las altas tasas de interés generan sobre las finanzas públicas, como sobre los mayores costos financieros de las empresas, terminan aumentando los precios, con lo que aumenta la oferta monetaria. Si las autoridades monetarias no acompañan dicho proceso, se generan problemas de iliquidez e insolvencia que desestabilizan al sector bancario y/o descapitalizan a los deudores nacionales.

Los países del Sudeste asiático no han cedido tanto terreno como América Latina al capital financiero en sus demandas de autonomía del Banco Central, lo que les permite mayor margen de libertad para el manejo de su política económica a diferencia de lo que sucede en nuestra región. Al respecto nos dice Ignacio Mas que “la tendencia creciente de la independencia de los bancos centrales en América Latina está ocurriendo con la liberalización de los mercados financieros, en cambio en Asia, donde los mercados financieros están siendo liberalizados más lentamente, los bancos centrales permanecen bajo la esfera de influencia del gobierno” (Mas, 1995: 1642).

LA REDUCCIÓN DE LA INFLACIÓN NO ES A FAVOR DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO, SINO DE QUIEN CONTROLA LA MONEDA

Las autoridades monetarias mexicanas han reiterado que la mejor contribución al crecimiento de la economía es una inflación baja y, sobre todo, estable. Sin embargo, la reducción de la inflación no se ha traducido en crecimiento económico. El Banco Central autónomo, más que buscar el crecimiento con baja inflación, pretende garantizar las condiciones de rentabilidad al capital financiero internacional ubicado en el país, pues este pierde con la inflación y, más que nada, con la devaluación de la moneda en la que están sus inversiones. La autoridad monetaria está a favor de la reducción de la inflación, debido a que esta actúa contra la

aceptabilidad de la moneda nacional, disminuye el valor de los activos financieros y las obligaciones y afecta al capital financiero.

De ahí que la política monetaria se dirija a mantener el valor de la moneda y proteger el patrimonio de aquellos que la controlan. Para ello tiene que reducir la inflación y evitar presiones sobre el tipo de cambio, debido a que ello afecta la rentabilidad del que posee la moneda. La reducción de la inflación está asociada a la estabilidad nominal del tipo de cambio (dado el alto coeficiente importado y el alto endeudamiento externo), lo cual abarata las importaciones y el costo del servicio de la deuda externa, por lo que el Banco Central orienta su política monetaria a asegurar dicha estabilidad. En tal dirección se explica la política monetaria restrictiva (tasa de interés alta en relación con la inflación y la tasa internacional) que contrae la demanda y la actividad económica para reducir las presiones sobre los precios y los requerimientos de importaciones y divisas. Se pretende evitar que el diferencial de precios internos versus externos se dispare, al igual que el déficit de comercio exterior, debido a que ello presionaría sobre la paridad cambiaria.

De tal forma, el Banco Central no logra el objetivo de reducción de la inflación a partir de un crecimiento económico e incremento de la productividad y superávit de comercio exterior que permitan estabilizar el tipo de cambio. Por el contrario, procede a reducir la inflación a través del alza de la tasa de interés, tanto para contraer la demanda y la actividad económica y las presiones que estas ejercen sobre los precios, como para promover una entrada suficiente de capitales y el intercambio de moneda extranjera por moneda nacional para financiar el déficit de cuenta corriente, e incrementar las reservas internacionales para apoyar la estabilidad del tipo de cambio, abaratar importaciones y reducir la inflación. Steindl nos dice que el hecho de que “la tasa de interés es determinada por la política monetaria y su relación con la ganancia (o más probablemente, con el crecimiento) se apoya sólo en una política de frenar las oscilaciones a través de la política monetaria restrictiva” (Steindl, 1990: 152). En el mismo sentido, Moore señala que “los límites más altos y más bajos de este rango son colocados por el tamaño y la apertura de la economía y por el régimen de tipo de cambio en uso” (Moore, 1989: 27).

El tipo de cambio estable –que termina apreciando a la moneda nacional– reduce la inflación a cambio de presionar el déficit de comercio exterior y disminuir las ganancias de las empresas nacionales, por lo que actúa en detrimento de la dinámica económica, lo cual reduce la demanda por dinero y termina por menguar el crecimiento de la oferta monetaria.

Más adelante, en el Cuadro 1, podremos observar cómo la reducción de la inflación va acompañada de bajas ganancias en la esfera productiva (sector manufacturero), que pasan a crecer por debajo de la tasa de interés y, por lo tanto, del costo de la deuda.

Nos dicen Arestis y Sawyer que “el impacto de los cambios de la oferta monetaria dependerá de los cambios en los precios relativos” (Arestis y Sawyer, 2002: 7). Sin embargo, ello sólo tiene efectos de corto plazo, pues una vez que el déficit de comercio exterior se incrementa y no se logra la entrada de capitales suficiente para financiarlo, el tipo de cambio termina por devaluarse, lo que incrementa los precios y, en consecuencia, presiona sobre la oferta monetaria.

Cuando los flujos de capital y el intercambio de divisas por moneda nacional no son suficientes para generar confianza en la estabilidad del tipo de cambio, la política monetaria y fiscal restrictiva es dominante a fin de evitar presiones sobre los precios y el sector externo.

EL DINERO ES RESTRINGIDO A TRAVÉS DE LA CONTRACCIÓN ECONÓMICA

El Banco Central autónomo insiste en aplicar una política monetaria restrictiva para reducir la inflación. Ellos parten de la posición teórica de que la oferta monetaria es inflacionaria. Ante el postulado teórico de que los precios están determinados por la oferta monetaria, las autoridades monetarias tratan de restringir el crecimiento de esta, para así disminuir la inflación. El Banco Central no puede actuar sobre la oferta monetaria, actúa sólo sobre la tasa de interés, y al incrementarla restringe la inversión, la actividad económica y la demanda, para así disminuir las presiones que esta ejerce sobre los precios.

La alta tasa de interés siempre acompaña a la política fiscal restrictiva para reducir la actividad económica, la inflación y la demanda por dinero, para disminuir las presiones sobre la oferta monetaria. De tal forma, a través del alza de la tasa de interés, el Banco Central puede reducir en forma indirecta el crecimiento de la oferta monetaria, ya que al frenar la actividad económica evita presiones sobre los precios. Wray dice que “cualquier impacto de la política monetaria sobre la cantidad de dinero es muy indirecto y opera primariamente a través de los efectos de la tasa de interés” (Wray, 2001).

El comportamiento de la oferta monetaria está en función de las transacciones comerciales y financieras y del alza de los precios. El aumento de la oferta monetaria no causa inflación. Sin embargo, como dice Wray, ello depende de “quién recibirá el dinero y dónde este será gastado” (Wray, 1990: 6). Si el dinero es recibido por especuladores, las presiones sobre el tipo de cambio aumentarán. Por el contrario, si el dinero se canaliza a la inversión en el proceso productivo, la oferta de bienes se incrementará y no habrá presiones sobre los precios.

El aumento de la oferta monetaria es residual, depende de la actividad económica. Es decir, la primera se adecua a las necesidades de la segunda. De ahí que para restringir la oferta monetaria, las auto-

ridades hacendarias y monetarias prioricen políticas restrictivas para contraer la actividad económica. El gobierno trata de trabajar con disciplina fiscal para evitar presiones inflacionarias que le permitan controlar la expansión monetaria.

La relación entre oferta monetaria y precios se da de los precios hacia la oferta monetaria. Por lo que la única forma en que la política monetaria puede controlar la oferta monetaria es a través de reducir el crecimiento económico, y por ende los requerimientos monetarios y el crecimiento de la oferta monetaria.

La oferta monetaria y crediticia está asociada con el gasto. Wray nos dice que “cuando el gasto deseado está cayendo, la oferta de créditos y de aquí la moneda ofrecida por los bancos será contraída” (Wray, 2002). El gobierno trata de controlar los precios y la oferta monetaria a través de la disminución del gasto público. El autor antes citado afirma que “la política fiscal tiene que ver con la regulación de la cantidad de dinero” (Wray, 1990: 7). Cuando el gobierno disminuye sus compras de bienes y servicios, la tasa de liquidez privada disminuye, debido a que los activos y servicios privados no fueron vendidos (es decir, no fueron reemplazados por dinero). En tal caso, se necesita menos dinero para las transacciones comerciales.

Es a través de disminuir el gasto y de la creación de dinero público (lo cual reduce las reservas del sistema bancario) que la oferta monetaria es controlada por el gobierno. Wray sostiene que “el gobierno controla exógenamente la oferta monetaria a través de su oferta de dinero creado por él (*fiat money*) para ser sostenido como reservas en el sistema bancario” (Wray, 2001; 2002).

Tal posición se contrapone a la de la escuela monetarista, que señala que es el aumento de la oferta monetaria lo que causa la inflación. Arestis y Sawyer nos dicen que para la escuela neoclásica, “el stock de dinero es visto para ajustar el nivel de precios. La dirección de causalidad entre stock de dinero y precios es invertida” (Arestis y Sawyer, 2002: 2). Asimismo, los autores mencionan que “el dinero es generado en el proceso inflacionario a través del incremento de costos y precios que llevan a requerimientos de préstamos para financiar el mayor gasto y producción nominal. La tasa de inflación influencia la tasa de crecimiento del stock de dinero, pero el crecimiento en el stock de dinero en ningún sentido causa inflación” (Arestis y Sawyer, 2002).

Con la política de los llamados “cortos” el Banco Central oferta menos liquidez que la que demanda la actividad económica, con lo cual mantiene tasas de interés relativamente altas. Ello contribuye a la generación de problemas de liquidez e insolvencia que restringen la disponibilidad crediticia. Los bancos responden exigiendo más colaterales, por lo que se restringe la demanda y la oferta crediticia debido al riesgo del deudor y del acreedor. El crecimiento económico es restringido y las

presiones sobre los precios y la oferta monetaria disminuyen. Si la tasa de crecimiento del dinero es restringida, el proceso de acumulación es limitado. De esta forma, la política monetaria restrictiva actúa contra el crecimiento económico, debido a que impide la acumulación. Wray señala que “la acumulación [...] toma la forma de expansión de dinero [...] debido a que la acumulación y el crecimiento de la oferta monetaria están íntimamente vinculados, el crecimiento del dinero no puede ser restringido sin frenar la acumulación” (Wray, 1996: 125).

La política monetaria busca reducir la inflación a costa de restringir la actividad económica, así como los ingresos de las empresas y trabajadores, y de aumentar los problemas de sobre-endeudamiento, que terminan por limitar el crédito a la esfera productiva, evidenciando el *trade off* entre reducción de la inflación y el alto costo social, así como de descapitalización y contracción de la dinámica de la esfera productiva que origina.

Ante los problemas de insolvencia generados, el gobierno tiene que apoyar al sistema bancario, por lo que le transfiere recursos. Ello implica más deuda pública y presiones sobre el presupuesto fiscal, que finalmente presiona sobre la oferta monetaria. Dichas presiones sobre la oferta monetaria pasan a ser permanentes, a pesar de que el Banco Central desea disminuir su crecimiento.

Las autoridades monetarias de nuestro país son incapaces de reducir la inflación sin afectar la generación de empleo. No pueden compatibilizar los objetivos de baja inflación con crecimiento económico, y mucho menos con crecimiento de empleo ni con mejores condiciones de solvencia que se traduzcan en mayor disponibilidad crediticia hacia la esfera productiva. Nos dice Levy que “un Banco Central independiente no es capaz de disminuir el desempleo o influenciar aspectos importantes de la economía o la sociedad” (Levy, 1995-96: 190).

LA IMPORTANCIA DEL DINERO EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Para que la producción pueda realizar más dinero en relación con el dinero invertido en su producción, es necesario que exista más demanda y cantidad de dinero.

El dinero es crucial para tener política económica de crecimiento. Con el afán de las autoridades monetarias de evitar el crecimiento de la oferta monetaria, deja de haber política fiscal expansionista, por lo que la demanda agregada y el empleo no pueden crecer.

La política monetaria y fiscal restrictiva no genera suficiente demanda agregada ni oferta monetaria para realizar más ganancias. Wray, refiriéndose a Keynes y Marx, expresa que “su teoría monetaria de la producción requiere no sólo que el proceso productivo empiece y termine con dinero, sino que la cantidad de dinero al final del proceso (D') exceda la cantidad con que inició (D)” (Wray, 1993: 554).

No estamos en una economía de trueque. El cambio de mercancías es en dinero. Por lo que si el dinero trata de ser controlado por parte del Banco Central, la producción, la inversión y el consumo también son controlados. El dinero actúa como medio de cambio, por lo que el “nivel de producción es dependiente de la magnitud de una variable monetaria” (Kenway, 1983: 151).

Sin suficiente dinero, el proceso productivo es frenado debido a que cierta cantidad de producción no puede ser cambiada por dinero. Las ganancias no pueden ser realizadas y la economía comienza a experimentar dificultades. Kenway citando a Marx afirma que “en la producción de mercancías, para la conversión del producto en dinero, la venta es condición *sine qua non*. La producción directa para necesidades personales no toma lugar. La crisis resulta de la imposibilidad de vender” (Kenway, 1983: 154). Siguiendo a Marx, añade que “la posibilidad de crisis por lo tanto subyace en la separación de la venta de la compra” (Kenway, 1983: 155).

Si las empresas no pueden vender su producción, no podrán pagar su deuda y se genera un problema de insolvencia. Si no venden lo que producen, no pueden realizar sus ganancias ni continuar su proceso productivo. Refiriéndose a Marx nuevamente, Kenway sostiene que “una persona puede vender para pagar y que estas ventas forzadas juegan un rol importante en las crisis. El objetivo inmediato del capitalista de vender es cambiar su mercancía, o mejor dicho su capital mercancía, regresarle a capital dinero y por lo tanto realizar su ganancia. [...] cada uno vende primero que todo para vender, esto es para transformar mercancías en dinero” (Kenway, 1983: 158). Para Marx, –nos dice Kenway– “sin embargo, el dinero está tanto al comienzo como al final del ciclo de producción. En la producción capitalista, el dinero es indispensable al ciclo. El ciclo no es completado hasta que la fase de la venta sea realizada y no puede el ciclo empezar de nuevo hasta que el ciclo previo sea completado y el capital regrese a su forma monetaria” (Kenway, 1983: 159).

EL BANCO CENTRAL AUTÓNOMO NO CUMPLE LA FUNCIÓN DE PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA

Para crecer y evitar problemas de insolvencia, la economía necesita que la oferta monetaria pueda crecer más rápido que la tasa de interés. Wray señala que “a nivel macro, la acumulación y la reposición de los fondos revolventes requiere que la oferta monetaria crezca más rápido que el aumento de la tasa de interés” (Wray, 1993: 554). Sin embargo, en el proceso de liberalización financiera, el Banco Central no puede actuar como prestamista de última instancia y la oferta monetaria no puede crecer más rápido que la tasa de interés (pues esta disminuiría) para generar un contexto donde la economía pudiese tener suficiente liquidez para cumplir sus obligaciones

financieras y para el crecimiento económico. Dicho comportamiento se debe a que en la concepción teórica de las autoridades monetarias, el Banco Central no puede actuar como prestamista de última instancia, porque ello implicaría aumentar el circulante y la actividad económica. Como dijéramos, esto presionaría sobre los precios, sobre el sector externo, así como sobre las reservas internacionales y el tipo de cambio, situación que se quiere evitar debido a que desvaloriza al capital financiero ubicado en el país. En el contexto de liberalización financiera no hay lugar para tener una política monetaria flexible. De ahí que los banqueros centrales se pronuncian por tener altas reservas internacionales y estabilidad del tipo de cambio. Así, sacrifican liquidez para preservar tales objetivos, a pesar de que ello recrudece los problemas de contracción económica y de insolvencia. Bhaduri nos dice que “el Banco Central no puede jugar el rol de prestamista de última instancia. Este debe tener suficientes reservas para cumplir con las obligaciones de deuda o para ser capaz de cambiar su moneda nacional por la moneda particular requerida” (Bhaduri, 2001: 14).

En aras de evitar presiones inflacionarias y sobre el tipo de cambio, el Banco Central autónomo deja de actuar como prestamista de última instancia. Es decir, privilegia políticas contraccionistas y deja de generar la liquidez que requiere la realización de la producción y de las ganancias, por lo que las empresas ya no cuentan con recursos suficientes para hacer frente a los adeudos contraídos y para mantener la dinámica económica.

Si el Banco Central no actúa como prestamista de última instancia, no hay posibilidad de frenar la caída del precio demanda de los activos (determinado por el valor presente de los ingresos esperados), así como tampoco de afrontar los problemas de insolvencia y la deflación de la deuda, lo que desestabiliza a la banca y lleva a la economía a la depresión (Wray, 1996: 126).

La liberalización financiera hizo que el Banco Central renunciara a muchos de sus objetivos. En 1995, el Banco de México actuó en una forma particular como prestamista de última instancia para apoyar al sistema bancario, pero no incrementó el circulante ni expandió el crédito. El Banco Central transfirió bonos gubernamentales a cambio de cartera vencida, lo cual actuó a favor de los banqueros. Estos pudieron balancear sus finanzas, pero no resolvieron el problema de insolvencia, debido a que el gobierno mantuvo altas las tasas de interés, la apreciación cambiaria y las políticas monetaria y fiscal restrictivas (Huerta, 1998). Esta situación hizo que las ganancias crecieran menos que las tasas de interés (Ver Cuadro 1), lo cual restringió la disponibilidad crediticia desde 1995 a la fecha (Ver Cuadro 2). El crédito otorgado por la

banca comercial al sector privado no bancario en el año 2002 es casi un tercio (en relación con el PIB) del que se otorgaba en 1994.

CUADRO 1
INFLACIÓN, TASAS DE INTERÉS Y GANANCIAS DEL SECTOR MANUFACTURERO
(TASAS DE CRECIMIENTO)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Inflación*	27,7	15,72	18,61	12,32	8,96	4,4	5,7
Ganancias del sector manufacturero**	11,1	3,90	4,10	0,90	-0,70	-5,6	-
Tasa de interés (CETES 28 días)***	27,3	18,85	33,66	16,45	17,05	11,3	7,08

Fuente: elaborado en base a Cuentas Nacionales de México, INEGI y el Banco de México.

* Índice Nacional de Precios al Consumidor a fin de período.

** Calculado a precios constantes de 1993.

*** Tasa promedio anual.

El Banco Central adquirió la cartera vencida para evitar la deflación de la deuda y de los activos porque, de no haber participado, los deudores hubieran rematado sus activos para cubrir sus deudas.

CUADRO 2
DISPONIBILIDAD CREDITICIA EN RELACIÓN AL PIB

	1994	1996	1998	2000	2002
Crédito de la banca comercial/PIB	43,5	33,6	24,7	17,2	15,2

Fuente: elaborado en base a datos del Banco de México e INEGI.

Por otra parte, la deuda pública se incrementó, por lo que el gobierno ha tenido que disminuir sus gastos para cubrir el pago de la deuda. La reducción del gasto público afecta las ganancias de las empresas y aumenta los problemas de insolvencia. En el contexto de liberalización financiera y de incertidumbre (alto déficit externo y fiscal, y menor entrada de capitales) es difícil que el Banco Central y la banca privada expandan liquidez y financiamiento para evitar problemas de insolvencia y para promover el crecimiento económico.

La liberalización financiera limita la capacidad del Banco Central para “asegurar una oferta elástica de reservas para mantener la liquidez del sistema y prevenir pánicos financieros” (Moore, 1989: 12). El Banco Central trata de controlar los créditos a través del alza de la tasa de interés, debido a que considera que la expansión del crédito origina presiones en los precios, en el sector externo y en el tipo de cambio.

El Banco Central autónomo no tiene más capacidad para proteger las obligaciones bancarias contra la contingencia de quiebra bancaria.

A través del apoyo gubernamental a los bancos y la venta de bancos nacionales a la banca extranjera, el sistema bancario ha conseguido los niveles de capitalización necesarios para trabajar. Estas acciones han incrementado la deuda pública, la centralización y extranjerización del sistema bancario, pero el problema de la insolvencia y la restricción crediticia bancaria no ha sido resuelto. Al continuar con las políticas monetaria y fiscal restrictivas, las presiones sobre el costo de la deuda aumentan, así como el sobre-endeudamiento, la insolvencia y la restricción crediticia, lo que profundiza los problemas financieros de la economía.

El gobierno mexicano tiene menos condiciones para apoyar a los deudores y acreedores debido a las presiones sobre las finanzas públicas y a la oposición en el Congreso. Si el gobierno no pudiese actuar ante otra problemática bancaria, los deudores tendrían que vender sus activos para pagar sus deudas, lo que originaría caída de los precios de los activos y la apropiación de los colaterales por parte de los acreedores. Precios menores de los activos aumentarían la insolvencia y los problemas del sector bancario.

LA NO NEUTRALIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA

Por más que las autoridades de los bancos centrales reiteran que la política monetaria es neutral, en el sentido de que no impacta la esfera productiva, la realidad demuestra lo contrario.

El Banco Central, a través del alza de la tasa de interés, altera los precios relativos en detrimento de la dinámica económica. Por un lado aumentan los precios de los servicios financieros, y por otro, se aprecia el tipo de cambio; esto aumenta la rentabilidad del capital financiero internacional y afecta la competitividad de la producción nacional frente a importaciones, lo que termina por originar déficit de comercio exterior. Así se reducen las ganancias en la esfera productiva, que también se ven afectadas por el impacto de la mayor tasa de interés sobre el costo de la deuda, dado el alto nivel de endeudamiento existente. Ello aumenta la posición de riesgo de las empresas, lo que restringe su disponibilidad crediticia, por lo que

tienen que dedicar parte creciente de sus ingresos a cubrir sus obligaciones financieras. Entonces restringen el consumo e inversión, lo que afecta la actividad económica y el empleo, evidenciando que la tasa de interés no es neutral.

El alza de la tasa de interés reduce la participación de ganancias que va hacia la esfera productiva y, en consecuencia, se incrementa la destinada al capital financiero.

El Banco Central, a través del manejo de la tasa de interés, determina los rumbos del acontecer nacional, dado el impacto que esta tiene sobre el tipo de cambio, la inversión, la carga del servicio de la deuda y las finanzas del sector público y privado.

El alza de la tasa de interés reduce a su vez el valor presente de los ingresos esperados (que de hecho se encuentran contraídos por el contexto de estancamiento e incertidumbre predominante). Este valor es denominado *precio demanda de los activos reales*, y pasa a ser menor al costo financiero de la inversión, es decir, al *precio oferta de los activos*, que se incrementa con el alza de la tasa de interés. Cuando el precio demanda de los activos es menor que el precio oferta de los activos, no se incrementa la demanda por crédito, ni la inversión es realizada.

La alta tasa de interés incrementa los requerimientos de ganancia esperados para cumplir el creciente servicio de la deuda. Sin embargo, la acción tomada por los deudores disminuye la demanda, la que restringe a su vez los ingresos y la capacidad de pago. El gobierno, para encarar su mayor carga del servicio de la deuda, disminuye su gasto de no interés para evitar el déficit fiscal. Ello restringe la demanda, la actividad económica y las ganancias. Las empresas son afectadas debido a que sus ventas e ingresos disminuyen como consecuencia de la reducción del consumo e inversión para cubrir su deuda, por lo que se limita la actividad económica, así como los ingresos de las empresas. Ello aumenta el riesgo del acreedor, por lo que el sistema bancario no otorga créditos.

En un contexto de economía abierta y apreciación cambiaria, las empresas no pueden trasladar a los precios sus mayores costos financieros, por lo que tienen que absorberlos a costa de disminuir sus márgenes y montos de ganancia, descapitalizándose así la esfera productiva. Ello da lugar a que la tasa de interés y las obligaciones financieras se incrementen más rápido que la tasa de ganancia, dada la política de estabilidad económica y su impacto en el déficit comercial y en la menor tasa de crecimiento de la demanda interna, por lo que las empresas no pueden cumplir sus obligaciones financieras ni incrementar la inversión.

Los precios y la oferta monetaria están bajo control porque las ganancias disminuyen y la insolvencia y el default aumentan. Wray nos dice que “la corrección entre dinero y precios será reestablecida cuando

la tasa de crecimiento de la oferta monetaria cae cuando la insolvencia conduce al default” (Wray, 1993: 555).

Cuando la tasa de ganancia es baja y el nivel de endeudamiento es alto y la inversión depende del financiamiento crediticio, la tasa de interés influencia la situación financiera de las empresas, al igual que las decisiones de inversión. De ahí que al aumentar la tasa de interés, o al estar por arriba del crecimiento de los ingresos de las empresas, no haya condiciones para aumentar la demanda por crédito e incrementar la inversión, pues no está asegurada la capacidad de pago. En cambio, cuando las ganancias son altas, el costo del financiamiento no es relevante para las decisiones de inversión, debido a que la empresa puede financiar su inversión con fondos propios (Kalecki, 1956).

El aumento de la tasa de interés actúa a favor de los acreedores y afecta a los deudores. Se incrementa la transferencia de recursos de la esfera productiva a favor del sector financiero, lo cual disminuye la inversión productiva, frena la actividad económica y empeora la distribución del ingreso. Según explican J. I. You y Dutt (1996: 42), “un aumento de la tasa de interés puede no sólo reducir la inversión y la acumulación, sino también empeorar la distribución del ingreso (aumentando el *mark up*) y elevando el nivel de precios”. Los mayores ingresos del capital financiero no se traducen en mayor inversión ni en mayor demanda. Tal sector de grandes “ahorristas” pulula en la esfera financiera y no invierte en la esfera productiva y además tiene su demanda satisfecha, que tiene un alto componente importado, por lo que más que dinamizar la demanda interna, se incrementa el déficit de comercio exterior, lo que frena la actividad económica.

TASA DE INTERÉS E INCERTIDUMBRE

La tasa de interés no es alta porque la oferta monetaria sea escasa, sino debido a la incertidumbre que incrementa las preferencias de liquidez. Al respecto, Wray sostiene que “la eficacia marginal del dinero (la tasa de interés) no es debida primariamente a la escasez del dinero, sino a la existencia de la preferencia por liquidez” (Wray, 1993: 555).

La tasa de interés está en función de la posición de riesgo e incertidumbre que el país enfrenta, generada por la relación que guarda el déficit externo respecto de los flujos de capital. Si estos son suficientes para financiar el déficit externo, no hay presión sobre el tipo de cambio ni la tasa de interés. Si la entrada de capital no es suficiente, habrá presiones sobre tales variables.

En un contexto de incertidumbre, la tasa de interés tiende a incrementarse para disminuir la preferencia de liquidez y evitar acciones especulativas que presionen sobre el sector externo y las reservas internacionales. Mientras las expectativas pesimistas no cambien, y la eco-

nomía mantenga baja demanda externa e interna, alto nivel de endeudamiento, altas presiones en el déficit de cuenta corriente, baja demanda externa por moneda nacional, bajo intercambio de divisas por moneda nacional y baja entrada de capitales, la tasa de interés no puede bajar. De ahí que Wray afirme que “la tasa de interés puede ser reducida, reduciendo la incertidumbre y aumentando el optimismo” (Wray, 1993: 557). Si la incertidumbre no es reducida, las menores tasas de interés pueden generar inestabilidad en el tipo de cambio y en el mercado de capitales, debido a que los capitales tienden a irse a otros mercados.

El contexto de incertidumbre disminuye los ingresos futuros esperados, porque se auguran restricciones del gasto público, así como de consumo e inversión por parte del sector privado. Sin embargo, el valor presente de estos flujos de ingresos esperados se reduce más cuando las autoridades monetarias responden a dicha incertidumbre con el alza de la tasa de interés y restricción del gasto público. En tal situación, la demanda cae, los problemas de iliquidez aumentan y la producción y las ganancias caen. Al no estar asegurados los ingresos futuros ni el reembolso de los créditos, se incrementa el riesgo del acreedor y del deudor, por lo que no hay ni siquiera deseos de pedir prestado ni de prestar. Con esta política económica, la economía no tiene suficiente dinero y crédito para invertir, por lo que la actividad económica se frena. Wray dice que “la combinación de altas tasas de interés y lento crecimiento de la oferta monetaria puede ocurrir sólo en presencia de crisis del sistema financiero” (Wray, 1993: 541).

La política de los cortos aumenta la tasa de interés, y cuando no aumenta el gasto público y la oferta monetaria y crediticia –es decir, si el dinero no es creado, si el dinero no crece a la misma tasa de crecimiento que la tasa de interés–, se genera un problema de iliquidez que revierte en problemas de insolvencia y restricción crediticia que frenan la actividad económica. Wray expresa que “las tasas de interés más altas aumentan las tasas requeridas de crecimiento de los créditos y de la oferta monetaria” (Wray, 1993: 552), por lo que al no otorgarse estos, el problema de cartera vencida está latente.

Al no haber financiamiento, no se podrá realizar mayor gasto y producción para el crecimiento de la economía. Ello les permite a las autoridades monetarias alcanzar su objetivo de reducción de la inflación, a costa de insolvencia y contracción económica.

La existencia de incertidumbre evidencia que el dinero no puede ser neutral, debido a que en dicho contexto la gente aminora su demanda de consumo e inversión, y vende activos no líquidos para atesorar dinero, lo que disminuye los precios de los activos y las ganancias. Por otro lado, la incertidumbre incrementa la tasa de interés, lo que afecta la producción, el empleo y el crecimiento económico. Wray señala que “cuando hay preocupación de aumentos futuros, la gente desea man-

tener más liquidez o aumenta la demanda de dinero. El aumento de la demanda por liquidez no puede ser satisfecha. La tasa de interés debe aumentar hasta que la gente llegue a estar satisfecha de mantener la cantidad existente de dinero” (Wray, 2001).

La capacidad productiva y el empleo disminuyen, y el sistema bancario mantiene restringidos los créditos como resultado de las menores ganancias, la alta demanda por preferencia por liquidez, la alta tasa de interés y los problemas de insolvencia: así podemos ver cómo el dinero no es neutral. Wray dice que “el dinero no es neutral debido a que el deseo por liquidez en un mundo de incertidumbre genera efectos reales sobre la producción y el empleo” (Wray, 2002).

La tasa de interés no se disminuye flexibilizando la política monetaria. Es necesario disminuir la preferencia por liquidez (generada por la incertidumbre), así como los requerimientos de entrada de capitales. Si el contexto de incertidumbre no es reducido, continuaremos pagando altas tasas de interés a favor del capital financiero.

ANTE LA INCERTIDUMBRE MUNDIAL SE RESPONDE CON POLÍTICAS CONTRACCIONISTAS

Existe incertidumbre porque la economía estadounidense, que venía actuando como motor del crecimiento de la economía mundial, dejó de serlo. Enfrenta problemas de crecimiento que se traducen en menor demanda de importaciones, lo que afecta el crecimiento de nuestras exportaciones. Junto con ello, se ha frenado el flujo de inversiones que venía dándose hacia los países latinoamericanos porque estos dejaron de ofrecer condiciones de crecimiento y rentabilidad, originando problemas de financiamiento (tanto para mantener estable el tipo de cambio como para generar condiciones de crecimiento). En el Cuadro 3 podemos observar cómo a partir del año 2000 se da una caída de la Inversión Extranjera Directa (IED), que en 2002 representa la mitad de la que ingresó en 1999.

CUADRO 3
INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
(EN MILLONES DE DÓLARES)

1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
11.065	12.056	10.383	24.231	25.299	40.032	55.876	60.876	79.741	67.711	68.081	38.974

Fuente: datos de la CEPAL

La incertidumbre generada por la contracción de la actividad económica en Estados Unidos está actuando contra las decisiones de inversión, dados la caída de exportaciones y los menores flujos de inversión extranjera, por lo que no hay motor interno ni externo de crecimiento.

Ante tal situación, las autoridades monetarias y hacendarias han respondido con políticas contraccionistas para disminuir las presiones sobre el sector externo y así mantener la estabilidad del tipo de cambio y evitar prácticas especulativas propensas a desarrollarse en un clima de incertidumbre. Sin embargo, tales políticas contraen la demanda y con ello las ganancias, por lo que la incertidumbre se incrementa, lo que restringe más la inversión y la actividad económica.

De nada sirve mantener los llamados fundamentos económicos de baja inflación, estabilidad cambiaria y disciplina fiscal (o bajo déficit fiscal), pues ello se logra a costa de reducir la competitividad de la producción nacional y de restringir la demanda, lo cual disminuye las ganancias, desestimula la inversión y restringe la actividad económica. La baja inflación y la disciplina fiscal no se traducen en disminución de la tasa de interés, ni en expectativas de crecimiento que puedan aumentar la demanda por crédito ni la disponibilidad crediticia para incrementar la inversión y retomar la dinámica económica.

A pesar del deterioro de las condiciones de crecimiento económico del país, las autoridades monetarias no flexibilizan la política de los cortos (lo que mantiene altas tasas de interés relativas). La banca no flexibiliza el crédito, ni el gobierno incrementa el gasto público para dinamizar el mercado interno y generar condiciones de certidumbre de crecimiento económico y de ganancias que estimulen la dinámica de la inversión. Su preocupación sigue siendo evitar presiones sobre los precios, como si ello se tradujese en mejores condiciones de crecimiento económico.

La incertidumbre obedece sobre todo al hecho de que el proceso de globalización predominante ha dejado de ofrecer condiciones de crecimiento y rentabilidad para garantizar flujos de inversión extranjera y nacional suficientes para mantener una dinámica sostenida.

A MANERA DE CONCLUSIÓN: LA INSUSTENTABILIDAD DE LA AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL

La política económica antiinflacionaria, conjuntamente con la venta de activos y empresas públicas y la transferencia de activos y sectores públicos a favor de la inversión privada, le ha permitido al gobierno sortear las restricciones financieras que le impone la autonomía del Banco Central, así como mejorar la aceptación de su deuda tanto en mercados de capitales internos como externos. Ello hace más viable la operatividad de la autonomía del Banco Central, en el sentido de que

estos han dejado de financiar el déficit gubernamental. Ignacio Mas, al respecto, afirma que “los gobiernos que tienen acceso a los mercados de capital externos, son menos dependientes del financiamiento inflacionario y son más probables a tener Banco Central independiente” (Mas, 1995: 1643).

Sin embargo, en contextos de saturación de venta de activos públicos y de transferencia de servicios públicos a favor del sector privado, así como de creciente deuda pública y de freno a la emisión de deuda, la autonomía del Banco Central pasará a ser cuestionada, ante los crecientes requerimientos financieros del sector público y de la economía. Es decir: cuando se agoten los mecanismos de atracción de capitales, prosiga el crecimiento de la deuda pública (con las consecuencias restriccionistas que ello origina) y no existan condiciones de obtención de financiamiento para el sector privado, se recrudecerán los problemas económicos del país.

Un contexto de alto endeudamiento, de bajos ingresos y de restricción crediticia que afecta tanto a empresas como al sector bancario, demanda que se flexibilice la política monetaria y fiscal, a pesar de que ello pueda generar cierta inflación. Lo importante es dinamizar la demanda y aumentar la liquidez y condiciones de solvencia para asegurar el reembolso de los créditos otorgados y mejorar la situación financiera de empresas y del sector bancario. Sin embargo, el temor de que ello pueda presionar sobre el sector externo y sobre precios, y por lo tanto propiciar salida y menor entrada de capitales, y comprometa el financiamiento del déficit externo y la estabilidad cambiaria, lleva a las autoridades monetarias y hacendarias a no flexibilizar sus políticas, a pesar de los problemas financieros que enfrenta la economía. Sacrifican el crecimiento económico y el empleo en aras de mantener (o retomar) la estabilidad del tipo de cambio para quedar bien con el capital financiero internacional. Así aumentará el descontento económico, político y social, que terminará por comprometer la autonomía del Banco Central y las políticas que la acompañan. Es decir, lo que genera inestabilidad política no es la alta inflación en sí, como dicen los defensores de la autonomía, sino los problemas de estancamiento, desempleo y el deterioro del nivel de vida de la población que se derivan de esta.

No se puede tener un Banco Central que sea independiente del gobierno y del Congreso de la Unión, que no se subordine a los requerimientos financieros del sector público y de la economía y que siga lineamientos de políticas internacionales que sólo favorecen al capital financiero internacional, a costa de restringir y encarecer el financiamiento a los sectores productivos nacionales. Nos dice Bernard Shull que “un Banco Central [...] libre de la influencia del go-

bierno [...] perpetúa el control del capital financiero sobre la moneda y el crédito” (Shull, 1995-96: 216).

Ante las grandes implicaciones productivas, financieras y macroeconómicas que origina la política monetaria, esta no puede estar determinada por un séquito de economistas que son “independientes” del gobierno y que responden sólo a los intereses del capital financiero internacional, sino que en el consejo directivo del Banco Central debe haber representantes mayoritariamente de la esfera productiva, así como de los trabajadores, para que respondan a sus demandas.

El Banco Central debe adecuarse a los lineamientos de política y requerimientos financieros de los gobiernos electos, los que a su vez deben abocarse a satisfacer las demandas de sus electores, y no las exigencias de los organismos financieros y el capital financiero internacional, como ha acontecido hasta ahora.

BIBLIOGRAFÍA

- Arestis, P. and Sawyer, M. 2002 “Can Monetary Policy Affect the Real Economy?” in Working Paper N° 355 (New York: The Levy Economics Institute), N° 355, October.
- Bhaduri, A. 2001 “On the Viability of External Debt” in *External Constraints on Sustainable Growth in Transition Countries* (The Vienna Institute for International Economic Studies-WIIW) N° 281, October.
- Davidson, P. 2002 “Globalization” in *Journal of Post Keynesian Economics* (New York: M. E. Sharpe) Vol. 24, N° 3, Spring.
- Huerta G., A. 1998 *La Globalización, causa de la crisis asiática y mexicana* (México DF: Diana).
- Kalecki, M. 1956 *Teoría de la Dinámica Económica* (México DF: Fondo de Cultura Económica).
- Kenway, P. 1983 “Marx, Keynes and the possibility of crisis” in Eatwell, J. and Milgate, M. (eds.) *Keynes's Economics and the theory of value and distribution* (London: Duckworth).
- Keynes, J. M. 1964 *The General Theory on Employment, Interest and Money* (New York/London: Harcourt Brace and Company).
- Levy, D. 1995-1996 “Does an independent central bank violate democracy?” in *Journal of Post Keynesian Economics* (New York: M. E. Sharpe) Vol. 18, N° 2, Winter.
- Mas, I. 1995 “Central Bank Independence: A Critical View from a Developing Country Perspective” in *World Development*, Vol. 23, N° 10.
- Moore, B. 1989 “A model of bank intermediation” in *Journal of Post Keynesian Economics* (New York: M. E. Sharpe) Vol. 12, N° 1, Fall.

- Shull, B. 1995-1996 "Federal Reserve independence: what kind and how much?" in *Journal of Post Keynesian Economics* (New York: M. E. Sharpe) Vol. 18, N° 2, Winter.
- Steindl, J. 1990 "Distribution and growth" in *Josef Steindl, Economic Papers 1941-88* (Basingstoke Hampshire: Macmillan).
- Wray, R. 1990 "Boulding's Balloons: A Contribution to Monetary Theory" in *Journal of Economic Issues*, Vol. XXIV, N° 4, December.
- Wray, R. 1993 "Money, interest rates, and Monetarist policy" in *Journal of Post Keynesian Economics* (New York: M. E. Sharpe) Vol. 15, N° 4, Summer.
- Wray, R. 1996 "Monetary Theory and Policy for the Twenty-first Century" in Whalen, Charles J. (ed.) *Political Economy for the 21 Century* (New York: M. E. Sharpe).
- Wray, R. 2001 "Money and Inflation" in Holt, Richard P. F. and Pressman, Steven (eds.) *New Guide to PK Economics* (London/New York: Routledge).
- Wray, R. 2002 "The Post Keynesian Approach to Money", mimeo.
- You, J. I. and Dutt, A. K. 1996 "Government debt, income distribution and growth" in *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 20, N° 3, May.