



**UNIVERSIDAD NACIONAL  
AUTÓNOMA DE MÉXICO**

**FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES  
ACATLÁN**

**ESTABILIDAD MONETARIA Y CONSOLIDACIÓN FISCAL  
EN MÉXICO: 1990-2011**

**TESIS Y EXAMEN PROFESIONAL**

**QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:  
LICENCIADA EN ECONOMÍA**

**PRESENTA:**

**MARÍA MIGUEL HERNÁNDEZ LAGANA**

**ASESORA:**

**DRA. TERESA SANTOS LÓPEZ GONZÁLEZ**

Agosto, 2012.



Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

## **AGRADECIMIENTOS.**

A mi familia, Domenica, Miguel, Elvira y Emmanuel, que con mucha paciencia y amor siempre me han impulsado a soñar y a hacer realidad todos estos sueños; que han permitido que mis alas vuelen tan lejos como he querido, y que a través de todo el apoyo que me han brindado he podido concluir esta gran etapa de mi vida, un millón de gracias a ustedes.

A mi asesora, la Dra. Teresa Santos López González, que gracias a su confianza, orientación, apoyo incondicional, consejos y ayuda desde el principio y hasta el fin, logramos concluir este trabajo de forma satisfactoria y con muy gratos recuerdos. Que además con todos sus conocimientos e inteligencia despertaron en mí las ganas de seguir estudiando y buscar siempre contribuir al bienestar de mi país.

A la Dra. Ericka Arias Guzmán que en todo momento estuvo presente durante este proceso, con una disponibilidad, generosidad y atenciones verdaderamente destacables, no tengo más que darle todo mi agradecimiento. Asimismo quiero dar las gracias por el apoyo económico brindado a través del proyecto PAPIME: "El sector financiero y el financiamiento del desarrollo: controversia actual y evidencia empírica".

Al Programa de Economía, siendo un agradecimiento especial a la Lic. Micaela Velázquez Torres y a Carolina Vega, que sin su ayuda no habría podido concluir en tiempo y forma todos los trámites para mi titulación y me apoyaron en todo momento.

A los sinodales, Dra. Eufemia Basilio, Mtro. Luis Ángel Ortiz Palacios y Lic. Maximino Sánchez Muñoz que gracias a las observaciones, prontitud, disponibilidad y amabilidad, se pudo facilitar todo este proceso.

A todos mis amigos y compañeros que han sido parte importante de este proceso de conocimiento, en especial a Laura, Vianey, Ana Laura, Memo, Alfonso,

Vladimir, Chucho, Claudia, Vania e Isaac, con quienes he compartido risas, trabajo, estudios, diversión, estrés y experiencias maravillosas, que a pesar de haber existido diferencias de pensamientos e intereses, siempre esa diversidad hizo que el periodo que pasamos juntos fuera más interesante e inolvidable.

A todos los profesores que aportaron siempre algo importante a mi formación académica, profesional y personal, y que a través de sus conocimientos y la forma crítica de enseñar, me han permitido tener una visión más amplia del mundo.

Finalmente quiero agradecer a la Máxima Casa de Estudios, la Universidad Nacional Autónoma de México y a la Facultad de Estudios Superiores Acatlán que me dio la oportunidad de estudiar, conocer, desenvolverme, divertirme, involucrarme y comprometerme más con México y que me ha formado para contribuir al mejoramiento de la sociedad.

## **DEDICATORIA.**

Esta tesis está dedicada a mi familia que siempre ha estado conmigo y a la vida que siempre me ha rodeado de gente buena, de oportunidades invaluable y me ha proveído de los medios para poder realizarlas.

## ÍNDICE

<b>Introducción</b> .....	1
<b>Capítulo I. La política fiscal contracíclica. La controversia entre los enfoques del Nuevo Consenso Monetarista y el Poskeynesiano</b> .....	5
1. El nuevo Consenso Monetarista: La ineficacia de la política fiscal y los efectos <i>crowding out</i> .....	5
1.1. El modelo macroeconómico del esquema de metas de inflación.....	7
1.2. Las ecuaciones básicas del modelo macroeconómico de metas de inflación.....	8
1.3. La instrumentación de la política de metas de inflación. ....	10
1.4. Los efectos <i>crowding out</i> y la ineficacia de la política fiscal en el Nuevo Consenso Monetarista. ....	12
2. Enfoque Poskeynesiano y las finanzas públicas funcionales: La eficacia de la política fiscal contra-cíclica y los efectos <i>crowding in</i> .....	17
2.1. El enfoque de las finanzas funcionales y la necesidad económica del déficit público.....	19
2.2. La efectividad de la política fiscal contra-cíclica y los efectos <i>crowding in</i> ..	22
<b>Capítulo II. La política fiscal contracíclica vs política fiscal procíclica del crecimiento sostenido con estabilidad a la estabilidad con crecimiento insostenible en México: 1958-1989</b> .....	31
1. Del crecimiento con estabilidad monetaria a la estabilidad monetaria sin crecimiento. Una visión de conjunto.....	31
2. La política fiscal contra-cíclica y el crecimiento con estabilidad monetaria. Del desarrollo estabilizador a la inestabilidad macroeconómica: 1958-1976.....	34
2.1. Gasto público deficitario y crecimiento con estabilidad monetaria. ....	35
2.2. Ingresos públicos y déficit fiscal sostenible.....	40
2.3. El efecto complementario entre la inversión pública y privada.....	45
2.4. La deuda pública y el financiamiento del crecimiento económico. ....	47
3. Petrolización y despetrolización del gasto público. Del <i>boom</i> petrolero al ajuste macroeconómico: 1977-1989.....	49

3.1. La petrolización de las finanzas públicas y el modelo de crecimiento “hacia afuera” .....	49
3.2. De la petrolización del gasto público a la política fiscal restrictiva. ....	51
3.3. Los ingresos públicos y el déficit presupuestario. De la petrolización de los ingresos al ajuste fiscal. ....	55
3.4. La crisis de la deuda externa y la fragilidad de las finanzas públicas. ....	58

**Capítulo III. Consolidación fiscal y estabilidad monetaria. Política fiscal procíclica y metas de inflación en México: 1990-2011** .....

1. La contracción de la demanda interna y la estabilización macroeconómica ortodoxa. El equilibrio fiscal y el control de la inflación <i>ex-ante</i> : 1990-2000.....	63
1.1. Flujos de capital externo, anclaje del tipo de cambio y saneamiento de las finanzas públicas.....	63
1.2. El tránsito hacia la implementación del modelo macroeconómico de metas de inflación.....	67
2. La consolidación fiscal y estabilidad cambiario-monetaria. Finanzas públicas sanas y bajo crecimiento económico: 2001-2011.....	72
2.1. El trilema de la política monetaria y la intervención esterilizada en el mercado cambiario.....	72
2.2. El mecanismo de transmisión de la política monetaria y la estabilidad cambiario-monetaria. ....	76
2.3. La consolidación fiscal y el crecimiento económico: La demanda externa vs demanda interna. ....	79

**Conclusiones**..... 87

**Bibliografía**..... 90

## **INTRODUCCIÓN.**

La adopción del esquema de metas de inflación objetivo (MIO) se llevó a cabo tras la evidencia de la vulnerabilidad que implicaba el anclaje cambiario para el control de los precios en una economía en desarrollo, eligiéndose la tasa de interés como instrumento principal para el control de la demanda agregada y así cumplir con el objetivo inflacionario establecido, además de que esto ayudaría a brindarle mayor credibilidad a la autoridad monetaria, todo ello bajo el enfoque del nuevo consenso monetarista.

El proceso de desregulación y liberalización de la economía en México que inició en 1983, se profundizó durante los primeros cuatro años de la década de los noventa, en particular la apertura del sector externo, la desregulación y liberalización del sistema financiero y la venta de un importante grupo de empresas públicas, crearon las condiciones básicas para posteriormente dar paso al modelo macroeconómico de metas de inflación. Después de la crisis financiera y cambiaria de finales de 1994, se inicia el tránsito hacia la adopción del esquema de metas de inflación. Así, en 1996 se establece una meta de inflación amplia, la cual se reduce en 1999, para finalmente en 2001, fijarse la meta de  $3\% \pm 1$ , todo ello bajo el supuesto de que la economía dejada a las libres fuerzas del mercado tiende al pleno empleo, de tal forma que la brecha producto (dada por la diferencia entre el producto potencial, esto es, de pleno empleo, y el producto observado) tiende a cero, argumentando que el gasto público deficitario genera presiones inflacionarias porque propicia que la demanda agregada crezca por encima de la oferta de pleno empleo acelerando el incremento en los precios.

Para el correcto funcionamiento de este modelo, bajo el enfoque monetarista, se establecieron diversas medidas que ayudarían a lograr la meta propuesta, que permitiría conducir a la economía a una senda de crecimiento y estabilidad macroeconómica, entre estas medidas destacan el otorgamiento de la total autonomía del Banco Central para la toma de decisiones y el manejo de la política monetaria en concordancia con sus objetivos; la consolidación fiscal, en

donde no se permitiría un déficit público mayor al 1% como proporción del producto interno bruto; la limitación del uso del gasto público deficitario para promover la actividad económica, así como la priorización del mismo en actividades de carácter social principalmente, reduciendo el gasto público en capital y conduciendo a la privatización de empresas públicas para reducir el gasto del gobierno; también se promovió la eliminación de las barreras a la inversión extranjera, que permitiría el mayor influjo de ahorro externo, a pesar de que ellas se dirigieran en mayor medida a la inversión de cartera; de igual forma, se eliminaron las barreras arancelarias para lograr un mayor dinamismo en el comercio internacional; todo ello refleja la adopción del decálogo del Consenso de Washington en los años noventa y el regreso a los principios de la vieja escuela monetarista.

A partir de la implementación de dicho esquema como instrumento de política monetaria, el Banco de México se ha centrado primordialmente en el control del nivel de precios dejando de lado la búsqueda y el cumplimiento de objetivos múltiples como el crecimiento económico y el empleo. Si bien se ha logrado la estabilidad macroeconómica, ya que los niveles inflacionarios han descendido en los últimos veinte años, mientras que el PIB ha mantenido un ritmo de crecimiento constante aunque muy bajo, exceptuando las crisis de 1995 y 2008, esto se ha conseguido gracias al debilitamiento de la estructura productiva, a la contracción de mercado interno, al crecimiento exponencial del endeudamiento interno con fines de control monetario dejándose de enfocar en la promoción de la inversión pública productiva, al privilegio de las importaciones por encima de las exportaciones deteriorando el aparato productivo interno y la balanza comercial manufacturera, impidiendo la formación de nuevos empleos y propiciando la pérdida constante en los ingresos reales. Esta situación también representa una creciente dependencia tecnológica con el resto del mundo, principalmente con Estados Unidos, atando el comportamiento de la economía nacional a la de nuestro mayor socio comercial, que bajo este contexto, se reduce la capacidad y autonomía de la política económica para incidir en la economía. Es decir, las metas inflacionarias impuestas por la autoridad monetaria no se han

alcanzado por la vía de su único instrumento oficial: la tasa de interés, sino a través de la contracción de la demanda interna y el detrimento de la actividad económica.

El objetivo del presente trabajo es analizar la relación que guarda la política monetaria de metas de inflación la consolidación fiscal en México, así como los efectos que ha generado el cumplimiento de la meta de inflación sobre el crecimiento económico. La hipótesis general que guía la investigación sostiene que la consolidación fiscal es resultado del crecimiento de las exportaciones y del incremento de crédito a las familias y empresas, más que resultado del crecimiento de la demanda interna y el empleo. En otras palabras, el endeudamiento bancario de las empresas y en mayor medida el financiamiento que los proveedores les otorgan a éstas, por un lado, y el crédito al consumo e hipotecario a las familias ha permitido mantener en un nivel mínimo la demanda privada y, por tanto, de la demanda agregada interna. Para desarrollo este objetivo y demostrar dicha hipótesis, hemos dividido el trabajo en tres capítulos. En el primero, se exponen las principales tesis de la controversia teórica entre los teóricos del Nuevo Consenso Monetarista y los poskeynesianos. En segundo capítulo se analiza la instrumentación de la política fiscal en el contexto de la política monetaria de metas de inflación, haciendo énfasis en el manejo pro cíclico y subordinado de la política fiscal para cumplir la meta de inflación fijada por el Banco de México. En este capítulo se parte de la revisión del manejo de la política fiscal durante el periodo del desarrollo estabilizador, para mostrar que la estabilidad monetaria y la solidez de las finanzas públicas son un resultado del crecimiento económico, y más concretamente de la expansión del mercado interno. Finalmente, en el capítulo tres se analiza la relación entre la consolidación fiscal y la evolución de las exportaciones en el contexto de la política monetaria a de metas de inflación en México. Ello nos permite demostrar que la consolidación fiscal o equilibrio fiscal es el resultado del crecimiento económico, en este caso, determinado por el crecimiento de las exportaciones más que por la demanda interna. Sin embargo, ello no ha sido suficiente para elevar tasa de crecimiento del producto y el empleo, debido a que se aplicado medidas fiscales altamente

restrictivas que, al generar efectos pro-cíclicos ha mantenido a la economía en un bajo nivel de crecimiento. Elevando el coeficiente de capacidad productiva no utilizada y, en consecuencia, el desempleo.

## CAPÍTULO I

### LA POLÍTICA FISCAL CONTRACÍCLICA. LA CONTROVERSIA ENTRE LOS ENFOQUES DEL NUEVO CONSENSO MONETARISTA Y EL POSKEYNESIANO

Hacia finales de la década de los ochenta, resurge la discusión en torno a la capacidad de la política fiscal para inducir el crecimiento económico a través de variaciones en la demanda agregada. En esta controversia el Nuevo Consenso Monetarista (NCM) asume una posición dominante en la crítica a la política fiscal expansiva, al revivir la vieja tesis monetarista que sostiene que la política fiscal activa es ineficiente para inducir el crecimiento económico a través del crecimiento de la demanda agregada por la vía de la expansión del gasto público financiado con la emisión de deuda pública. Con ello se reivindicaba al mismo tiempo la capacidad de la política monetaria como el único instrumento de la política económica para estimular el crecimiento económico con estabilidad monetaria.

Al igual que el monetarismo tradicional, para el NCM la inflación es generada por presiones de demanda y, por tanto, ésta es un fenómeno monetario. En consecuencia con este marco analítico, la política fiscal debe tener como objetivo fundamental el logro de la consolidación fiscal, esto es, el equilibrio en las finanzas públicas, ya que con ello, según dicho enfoque, se contribuye al control de la inflación. Esto último se deriva del argumento monetarista que sostiene que la expansión del gasto público deficitario genera presiones inflacionarias en el mediano plazo, las cuales terminan por anular el crecimiento de la demanda agregada inducido por la expansión del gasto público deficitario (Galbraith, 2008).

#### **1. El nuevo Consenso Monetarista: La ineficacia de la política fiscal y los efectos *crowding out*.**

De acuerdo con el NCM, la autonomía del Banco Central es una condición necesaria para alcanzar la estabilidad monetaria, pues ésta elimina el sesgo

inflacionario en que generalmente incurre la autoridad monetaria cuando es presionada por el gobierno para financiar la expansión del gasto público deficitario. Igualmente, la política monetaria sólo debe fijarse como objetivo prioritario el control de la inflación, para lo cual cuenta con la tasas de interés de corto plazo como su principal instrumento operativo. Ello implicó el reconocimiento, por un lado, de la ineficacia de los agregados monetarios para controlar la liquidez y, por el otro, el carácter endógeno del dinero (Clinton y Perrault, 2001). Paralelamente, se recomendaba la adopción de medidas institucionales tendientes a fomentar la cultura de la rendición de cuentas y la transparencia en el anuncio de las medidas que instrumentará el Banco Central, así como a informar oportunamente sobre los resultados obtenidos de las políticas aplicadas y la situación de los fundamentales macroeconómicos y de las principales variables monetario-financieras. Se considera que estas medidas contribuyen a elevar la confianza y credibilidad de los agentes económicos sobre la operación y manejo de la política monetaria por parte del Banco Central (Perrotini, 2007).

El análisis del NCM parte del modelo IS-LM, pero a diferencia de éste, los nuevos monetaristas sostienen que la política monetaria puede conducirse a través del manejo de la tasa de interés de corto plazo; lo que significa que el Banco Central no persigue un objetivo de oferta monetaria (Lavoie, 2004). Bajo este esquema, la política monetaria de objetivos de inflación (MIO) es la mejor estrategia para alcanzar el crecimiento económico con estabilidad. De tal forma que el sector privado puede planear su gasto, debido a que los individuos tienen confianza sobre el manejo de la política monetaria por parte del Banco Central, ya que, como se comentó, bajo el esquema de metas de inflación la autoridad monetaria está obligada a informar de forma transparente y oportuna sobre las medidas monetarias que instrumentará (Bernanke, *et. al*, 1999). El ancla nominal, esto es, el objetivo o meta de inflación, debe ser creíble, transparente y flexible para que pueda absorber los choques temporales y suavizar la volatilidad del ciclo económico. Ello permitirá controlar el incremento de los precios en el corto plazo, y asegurar el cumplimiento de la meta de inflación establecida y, por tanto, mantener la estabilidad monetaria en el largo plazo (Taylor, 1993).

De acuerdo con este marco, cualquiera que sea el rango de inflación objetivo determinado por el Banco Central, la política monetaria de metas de inflación, y más concretamente el manejo de la tasa de interés, no afectará el crecimiento del producto y la tasa desempleo, debido a que el nivel de ambas variables corresponden al nivel de equilibrio, esto es, de pleno empleo. Como vemos, estos argumentos implican la aceptación de la vieja tesis monetarista de la neutralidad del dinero. En otras palabras, el NCM sostiene que la inflación no afecta las variables reales debido a que la política monetaria sólo afecta a la tasa de inflación de equilibrio.

### **1.1. El modelo macroeconómico del esquema de metas de inflación.**

El modelo macroeconómico de metas de inflación parte de los siguientes principios y supuestos (Arestis y Sawyer, 2003): 1) La cantidad de dinero no tiene ningún papel en el modelo, ya que se supone que ésta es el resultado de otras variables económicas; 2) La política monetaria debe regirse por una regla monetaria, asumiendo que la tasas de interés de corto plazo es exógena, en el sentido de que la fija el Banco Central. Dicha tasa está en función de la desviación de la tasa de inflación establecida como meta y de la desviación del nivel producto de su valor tendencial, esto es, del producto potencial (brecha del producto); 3) Se debe dotar de autonomía al Banco Central, para evitar que éste sea presionado por el gobierno y, en consecuencia, incurra en un manejo discrecional de la política monetaria o en el sesgo inflacionario; 4) Los precios y salarios están determinados por el nivel de la demanda agregada, la que a su vez está influenciada por la tasa de de interés; 5) El dinero no afecta las variables reales, como la producción y el empleo en el largo plazo, porque el comportamiento de éstas es independiente de la oferta monetaria. Es decir, el dinero es “neutral”. No obstante este supuesto, el NCM sostienen que la inflación está determinada por la política monetaria a través del impacto que la tasa de interés genera en la demanda agregada.

Este marco analítico comparte dos principios centrales de los enfoques neoclásico-monetaristas tradicionales. Primero, asume implícitamente la norma de Wicksell, que sostienen que el Banco Central sólo debe fijarse como objetivo único la estabilización del nivel de precios. Segundo, dado que el sistema bancario es el intermediario de todas las relaciones de consumo, ahorro e inversión, la tasa de interés determina el proceso de formación de precios. Esto último, conduce al NCM a suponer que dicha tasa de interés corresponde a la tasa natural de tipo *wickeselliana*, esto es, la tasa que asegura el pleno empleo de los factores productivos, incluyendo el trabajo. En consecuencia, a este nivel de producción le corresponde una la tasa natural de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés).

Además de los principios arriba mencionados, los teóricos del NCM recomiendan la adopción de las siguientes medidas: 1) Anunciar públicamente las metas numéricas para la inflación de mediano plazo; 2) Establecer la estabilidad de precios como el objetivo prioritario y único de la política monetaria; lo que significa no asumir un compromiso con el crecimiento del producto y el empleo; 3) Adoptar una estrategia de información veraz y oportuna sobre el comportamiento de los agregados monetarios y de otras variables monetarias y financieras implicadas o influidas por las decisiones de política monetaria; 4) Mayor transparencia de la política monetaria, mediante comunicaciones con el público y los mercados sobre los planes y los objetivos de las autoridades monetarias; y 5) Mejorar la rendición de cuentas del Banco Central, en cuanto a los resultados de sus medidas aplicadas y logro de sus objetivos de inflación (Mishkin, 2000).

## **1.2. Las ecuaciones básicas del modelo macroeconómico de metas de inflación.**

El modelo teórico que sostiene a la política monetaria de metas de inflación está constituido por cuatro ecuaciones:

1) La primera ecuación define a la función de demanda agregada incorporando la brecha producto. Se retoma la curva IS de los keynesianos de la Síntesis

Neoclásica, pero ahora determinada por la brecha entre el producto pasado y el producto esperado, y la tasa de interés real.

2) La segunda ecuación expresa la curva de Phillips, determinada por la brecha producto y la expectativas sobre la inflación, la cuales están determinadas por el diferencial entre el nivel de la inflación pasada y la esperada. En otras palabras, se trata de una curva de Phillips que expresa la influencia de las expectativas de los agentes económicos sobre la inflación futura.

3) La tercera ecuación representa la regla operacional de la política monetaria con la tasa de interés nominal. Esta ecuación se basa en la regla de Taylor, la cual está determinada por la brecha producto, la desviación de la inflación del objetivo fijado y la tasa de interés real. Ésta es una tasa de equilibrio o natural de tipo *wickselliana*, porque la tasa de interés nominal corresponde a la tasa de interés real de equilibrio que asegura una brecha producto cero y una tasa de inflación constante.

4) La cuarta ecuación define un régimen cambiario de libre flotación, que supone que la paridad descubierta de tasas de interés se cumple y, por tanto, que también se cumple la hipótesis paridad de poder de compra porque se efectúa la condición Marshall-Lerner<sup>1</sup>.

De acuerdo con este modelo, la política monetaria de metas de inflación por sí misma es capaz de conducir a la economía a un crecimiento estable y sostenido en el largo plazo. Cabe destacar que en dicho modelo no se hace ninguna referencia explícita a la política fiscal, pero se infiere que la instrumentación de una política fiscal restrictiva y en el peor de los casos, las medidas fiscales discrecionales deben ser excepcionales para no interferir en el comportamiento de los estabilizadores automáticos. Esta visión supone que los estabilizadores

---

<sup>1</sup> La condición Marshall- Lerner establece que la depreciación de la paridad cambiaria conduce a una mejora de la balanza en cuenta corriente, es decir, los desequilibrios comerciales con el resto del mundo se corregirán mediante las variaciones en el precio de las divisas.

automáticos son mecanismos que funcionan independientemente de la política fiscal. Se omite decir que es precisamente la política fiscal contra-cíclica la que permite que dichos estabilizadores, como los subsidios, transferencias, seguro de desempleo, etc., funcionen en las etapas recesivas del ciclo económico.

En consecuencia con los teóricos del NCM, la política fiscal debe subordinarse al cumplimiento de la meta de inflación, lo que implica la instrumentación de medidas fiscales restrictivas, con la reducción del gasto público y elevación de las tasas impositivas. Este razonamiento se desprende de la tesis que sostiene que la expansión del gasto público deficitario influye en las expectativas de inflación de los agentes económicos, lo que a su vez impacta en la brecha producto y en el nivel de la tasa de interés. Por tanto, la política fiscal debe regirse por el principio de presupuesto consolidado o finanzas públicas equilibradas para asegurar la estabilidad monetaria.

### **1.3. La instrumentación de la política de metas de inflación.**

La instrumentación de la política monetaria de metas de inflación es una propuesta hacia finales de la década de los ochenta, del NCM para resolver el problema de la ineficiencia de los bancos centrales para controlar la liquidez a través de los agregados monetarios. De hecho, el incremento de la liquidez se venía registrando desde los primeros años de la década de los setenta, generada, primero por el incremento de las eurodivisas en los mercados financieros europeos, provenientes de los países árabes exportadores de petróleo, y posteriormente por las políticas de desregulación de los sistemas financieros de los Estados Unidos de Norteamérica e Inglaterra. Políticas que fueron seguidas por otros países industrializados y en desarrollo.

Hasta la década de los setenta, los enfoques ortodoxos asumían que el banco central tenía la capacidad y poder para fijar la oferta monetaria; en consecuencia, se asumía que el dinero era exógeno. Así, la autoridad monetaria proporcionaba la cantidad de dinero necesaria para que el sistema económico funcionara adecuadamente, suponiendo que éste mantenía el pleno empleo de los

factores productivos. Bajo este marco, la cantidad de dinero emitida por el Banco Central aseguraba el correcto funcionamiento del sistema de pagos, porque la oferta de dinero determinaba la demanda.

El reconocimiento explícito de la ineficiencia de los agregados monetarios y la adopción de la tasa de interés como el principal instrumento operativo de la política monetaria, obligó a los teóricos del NCM a reconocer de forma parcial el carácter endógeno del dinero. Bajo esta concepción, en 1990 se instrumenta por primera vez en Nueva Zelanda la política monetaria basada en el modelo macroeconómico de metas de inflación. Este modelo justifica su validez y pertinencia práctica en tres principios: a) La política monetaria es el único instrumento de la política económica que puede afectar la tasa de inflación; b) La inflación, incluso una tasa moderada, genera desequilibrios en el funcionamiento macroeconómico y, en consecuencia, en el crecimiento económico y distribución del ingreso; y c) Con la adopción de la estabilidad de precios como objetivo único y prioritario de largo plazo de la política monetaria, se contribuye al crecimiento económico (Bernanke, *et. al.*, 1999).

Como se observa, en el marco teórico de NCM no se asume el crecimiento del producto y el empleo como un objetivo asociado al objetivo a la estabilidad monetaria. En este sentido, se subordina a la política fiscal al cumplimiento de la meta de inflación y al objetivo de finanzas públicas equilibradas.

De acuerdo con los argumentos del NCM, el esquema de metas de inflación mejorar la comunicación entre las autoridades monetarias que diseñan las políticas y el público, pues se asume que dicho esquema obliga al Banco Central a diseñar y aplicar la política monetaria de forma disciplinada y responsable. Ello se debe a que el esquema de metas de inflación debe sostenerse en la aplicación estricta de la regla monetaria que adopte el Banco Central. Bernanke, *et. al* (1999) defendió activamente este modelo argumentando que los costos de una tasas de inflación mayor a la determinada por meta, conduce a una expansión desmedida del sistema financiero, lo que hace a las economías más propensas a la

inestabilidad y crisis financieras. En otras palabras, la inflación eleva los costos por los desequilibrios que ella genera en los mercados de activos financieros y de bienes y servicios y, en consecuencia, en la redistribución del ingreso.

Recapitulando, el NCM afirma que la política monetaria de metas de inflación es la mejor opción de política porque permitirá conducir a la economía a un nivel de pleno empleo en el largo plazo, a través de variaciones en la tasa de interés de corto plazo. Ello, conjuntamente con la práctica del anuncio público sobre las metas cuantitativas o rangos de tasas de inflación respecto a diferentes horizontes temporales, que tienen como principal objetivo mantener una tasa de inflación baja y estable en el largo plazo, contribuirá a configurar un contexto más estable que permita a los agentes económicos tomar sus decisiones de forma correcta.

#### **1.4. Los efectos *crowding out* y la ineficacia de la política fiscal en el Nuevo Consenso Monetarista.**

El marco analítico del NCM, asume, al igual que el monetarismo de Friedman, que la política fiscal activa o contracíclica genera presiones inflacionarias, porque el incremento de la demanda agregada inducido por la expansión del gasto público deficitario, financiado, por ejemplo, con la emisión de deuda pública, genera presiones en el lado de la oferta agregada y, por tanto, en el nivel de precios. En tanto que la emisión de bonos públicos para financiar la expansión del gasto público deficitario, elevará la tasa de interés. Vinculados a estos efectos, se desarrollan otros desequilibrios en el sector externo y en el nivel de ahorro.

En congruencia con estos argumentos, los teóricos del NCM recomiendan que el manejo de la política fiscal se rija por el principio de consolidación fiscal o finanzas públicas equilibradas, lo que significa la instrumentación de medidas fiscales restrictivas para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación fijada por el banco central. En otras palabras, el régimen de metas de inflación obliga a la política fiscal a ser coherente con la política monetaria (Mishkin, 2000). A partir de

estas tesis, el NCM replantea el efecto expulsión o *crowding out* (Arestis y Sawyer, 2002) que supuestamente genera la expansión del gasto público deficitario sobre la inversión privada, a través de varios mecanismos.

**a) Desplazamiento por la vía de la tasa de interés.**

El marco analítico del NCM, que parte del esquema IS-LM, supone: a) que la oferta monetaria es exógena, en el sentido de que el Banco Central tiene la capacidad de fijarla. Si bien el NCM acepta que los bancos comerciales tienen la capacidad de crear dinero, se asume que dicha capacidad es limitada; y b) que la tasa de interés nominal, que corresponde a la tasa real de equilibrio, iguala la oferta y demanda de dinero. Esto significa que el mercado de fondos prestables está en equilibrio y, por tanto, no existe la posibilidad de que la política fiscal expansiva estimule el crecimiento económico en el largo plazo con estabilidad monetaria. De ahí que para este enfoque sólo la política monetaria de metas de inflación, en la medida que asegura la estabilidad de precios, puede estimular la inversión privada.

El desplazamiento que genera la expansión del gasto público deficitario de la inversión privada por la vía de la tasa de interés, según el NCM, es provocado por cambios en el nivel del ahorro doméstico (DS). Si representamos al ahorro por la siguiente ecuación:

$$DS=PI+GD+CA \quad (1)$$

donde PI es la inversión privada, GD es el déficit gubernamental y CA es el superávit en cuenta corriente, entonces el efecto expulsión ocurre porque la emisión de bonos públicos para financiar un incremento en el gasto público deficitario “absorbe” el ahorro interno, lo que a su vez reduce los recursos disponibles para la inversión privada. El resultado final es el incremento en la tasa de interés. Asimismo, sostienen que el incremento en la demanda agregada inducido por la expansión del gasto público deficitario provocará presiones en la

oferta agregada, las cuales desplazan la curva IS hacia fuera y, en consecuencia, la tasa de interés se elevará.

En conclusión, para el NCM la instrumentación de una política fiscal expansiva sostenida ya sea mediante incrementos del gasto público deficitario, financiada con emisión de deuda pública o emisión de dinero, o por una reducción impositiva, o ambas, no es capaz de inducir a la economía a un crecimiento estable y sostenido en el largo plazo.

#### **b) Desplazamiento por cambios en el nivel de equilibrio de la oferta agregada.**

A partir de la aceptación de la existencia de una tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU por sus siglas en inglés), el NCM supone que la economía se encuentra en pleno empleo o muy cerca de éste; este es el sentido analítico de la brecha producto cero. Ello explica que su modelo macroeconómico el nivel de producción esté determinado por la oferta, en tanto que la demanda agregada debe ajustarse a la brecha producto, para evitar la generación de presiones inflacionarias. Al igual que en los enfoques neoclásicos tradicionales, el ajuste debe darse por el lado de la demanda agregada; esto es, el nivel de ésta debe ajustarse a la oferta agregada determinada por la brecha producto.

Dado que el NCM supone que la creación de dinero por parte de los bancos comerciales puede ser limitada por el Banco Central, lo que significa que la oferta monetaria tiene un carácter endógeno limitado, se asume que la autoridad monetaria puede y debe inducir cambios en el nivel de precios con el propósito de generar cambios en el valor real de la cantidad de dinero. El control de la creación de dinero por parte de los bancos privados se logra mediante la adopción de una regla monetaria del tipo de la Regla de Taylor: ésta regla permite al Banco Central inducir variaciones en la tasa de interés real con el propósito de evitar desviaciones de la meta de inflación y de la tendencia del nivel de producto de pleno empleo, esto es, de la brecha producto cero (Taylor, 1993).

Entonces, bajo el esquema de metas de inflación, dado que la demanda agregada debe ajustarse a la brecha producto, esto es, al nivel de la oferta de pleno empleo, el Banco Central debe instrumentar una política monetaria restrictiva para reducir el nivel de la demanda agregada. Evitando así, según dicho esquema, que el nivel de la demanda agregada se desvíe del nivel de producción de pleno empleo; asegurando con ello la estabilidad monetaria.

En conclusión, bajo marco analítico del esquema de metas de inflación, la política fiscal activa o contra-cíclica no debe practicarse debido a que un incremento del gasto público deficitario genera presiones inflacionarias, como consecuencia de la expansión de la demanda agregada por encima del nivel de producción de pleno empleo. Por tanto, la política fiscal debe sujetarse al cumplimiento de la meta de inflación, porque la política monetaria por sí misma es capaz de conducir a la economía al pleno empleo con estabilidad monetaria en el largo plazo.

**c) Desplazamiento por la vía del deterioro de la cuenta corriente y la apreciación del tipo de cambio.**

El incremento de la tasa de interés, uno de los primeros efectos, explicados anteriormente, que genera la expansión del gasto público deficitario financiado con la emisión de deuda pública, estimula la entrada de flujos de capital externos de corto plazo que conducen a la apreciación del tipo de cambio real, con el consecuente deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Este deterioro se genera tanto por el lado de la balanza comercial, dado que las importaciones pueden crecer a un ritmo mayor que las exportaciones, como por el lado de la cuenta de capitales, debido al elevado volumen de intereses pagados por las inversiones de cartera, principal destino de los flujos de capitales externos.

Según los teóricos del NCM, en el largo plazo el ahorro doméstico se deteriora porque el incremento en las importaciones (déficit externo) desacelera la actividad económica que generó inicialmente la expansión del gasto público

deficitario. Provocando finalmente, la caída del ahorro público por efecto de la contracción de la base tributaria provocada por la menor actividad económica (reducción de la demanda agregada). En otras palabras, el déficit del gobierno en el corto plazo conduce necesariamente a un decremento de sus ahorros en el largo plazo. En la siguiente ecuación se representa este efecto

$$DS+FS=PI+GD \quad (2)$$

donde FS son los ahorros externos (equivalente a CA de la ecuación 1). Un incremento en el déficit de gobierno (GD), simboliza un decremento en los ahorros de gobierno. El resultado final, una caída en la inversión, un aumento de ahorro externo, o una combinación de ambos. El efecto expulsión puede generarse según este enfoque, a nivel nacional, internacional o en ambos niveles a la vez.

**d) Desplazamiento por la vía de la Equivalencia Ricardiana y el carácter exógeno del ahorro.**

El Teorema de la Equivalencia Ricardiana (TER) sostiene que existe una igualdad cuantitativa entre el incremento de la deuda pública para financiar un aumento del gasto público en el presente y el incremento futuro del valor de los impuestos, debido a que las tasas impositivas aumentarán en el futuro para pagar los intereses y el capital de la deuda pública que se emitió en el pasado. Este razonamiento supone que una expansión del gasto público deficitario financiado con colocación de bonos públicos, genera una reducción del consumo y un aumento del ahorro presente, porque los individuos asumen que en el futuro el gobierno elevará las tasas impositivas para pagar la deuda pública. En consecuencia, en el presente el aumento del ahorro privado se verá compensado por el incremento del gasto público deficitario, mientras que en el futuro la reducción del ahorro privado (desahorro en el presente) debido a la elevación de los impuestos, se verá compensado por el incremento de los ingresos tributarios para cubrir el pago de los intereses y amortización de la deuda pública. En otras palabras, existe una equivalencia entre el valor de los impuestos futuros y el valor de la deuda pública contratada en el pasado; de la misma forma, en el futuro el

incremento del ahorro del gobierno resultado de un incremento en los impuestos, está totalmente compensado por la baja del ahorro privado.

Este enfoque supone que los individuos, en su calidad de consumidores y ahorradores, son racionales, y que tienen certeza sobre lo que pasará en el futuro. Concretamente, se supone que los individuos conocen las restricciones presupuestarias inter-temporales del gobierno, porque se supone que el incremento del gasto público deficitario en el presente estará seguido de una elevación de las tasas impositivas en el futuro. Dado este comportamiento racional, los individuos disminuirán su consumo en el presente para elevar su ahorro, el cual les permitirá mantener su consumo en el futuro. En consecuencia, una política fiscal expansiva no tendrá ningún efecto en el crecimiento económico en el largo plazo.

## **2. Enfoque Poskeynesiano y las finanzas públicas funcionales: La eficacia de la política fiscal contra-cíclica y los efectos *crowding in*.**

Contraria a la posición del NCM; los poskeynesianos sostienen que la política fiscal es un instrumento eficaz de la política económica para la estimular e inducir la actividad económica en las etapas recesivas del ciclo económico. Desde esta perspectiva, la política fiscal puede generar efectos contra-cíclicos a través de la expansión del gasto público deficitario, para compensar la caída del gasto privado tanto en consumo como inversión. Evitando así, que la caída de la demanda agregada se profundice y, en consecuencia, que la economía entre en un proceso recesivo recurrente.

Con respecto a la posición del NCM que sostienen que el uso de una política fiscal discrecional debe ser una excepción para que no se interfiera en el comportamiento de los estabilizadores automáticos, porque ello impacta negativamente en las expectativas sobre el producto, inflación y tasas de interés, los poskeynesianos discrepan de esta afirmación por considerar que son

precisamente, los efectos contra-cíclicos de la política fiscal activa la que evita que las expectativas de los agentes económicos se deterioren. Además, para que los estabilizadores automáticos funcionen, se debe operar de forma coordinada y flexible las políticas monetaria y fiscal.

Bajo el marco analítico del NCM, la estabilidad monetaria es el resultado de la instrumentación de políticas fiscal y monetaria restrictivas, que contraen la actividad económica y obligan a mantener finanzas públicas equilibradas. Por el contrario, para los poskeynesiano el crecimiento estable y sostenido en el largo plazo sólo puede alcanzarse mediante la coordinación de las políticas monetaria y fiscal, que tenga como objetivo el crecimiento del producto y empleo, porque la estabilidad monetaria es resultado del crecimiento económico. Por tanto, la política monetaria por sí misma no puede conducir a la economía por la ruta de crecimiento estable y sostenido en el largo plazo.

Los poskeynesianos critican que el supuesto éxito de la política monetaria de metas de inflación se evalúe solamente en términos del control de la inflación, dejando de lado el cumplimiento de otros objetivos de política económica, como el crecimiento del producto, la reducción del desempleo y la pobreza, así como una mejor distribución del ingreso (Rossi, 2004). De la misma forma, de acuerdo con los poskeynesianos, también deben considerarse los efectos que genera la adopción del esquema de metas de inflación sobre estas variables económicas y sociales. Respecto a la afirmación de que, con base en evidencia empírica, los países que han aplicado metas de inflación reducen las tasas de inflación en mayor magnitud que aquellos que no lo hacen (Ball y Sheridan, 2004), para los poskeynesianos ello se debe a que el momento en que se adopta esta política, las tasas de inflación son más altas en los países que fijaron metas. Además, en general no existe evidencia contundente que demuestre que la adopción de metas de inflación mejore el desempeño de las economías, si éste se mide por el comportamiento de la producción, desempleo, distribución del ingreso y manejo de la tasa de interés y de tipo de cambio.

En general, la aplicación del esquema de metas de inflación se sostiene en una política monetaria restrictiva basada en altas tasas de interés y una política fiscal pro-cíclica de contracción del gasto público. En su conjunto, estas políticas generan efectos negativos directos y magnificado sobre la actividad económica, porque inhiben y desestimulan la inversión productiva. Ello significa costos humanos y económicos altísimos en términos de una elevada tasa de desempleo y pérdida de ingresos.

Estudios empíricos muestran que políticas monetarias restrictivas influyen principalmente en el gasto de las empresas en bienes de capital, y en menor medida en los gastos de consumo, a pesar de que las variaciones en las tasas de interés sean pequeñas y temporales. De igual forma, variaciones en las tasas de interés también tienen efectos importantes y persistentes en la compra de bienes duraderos, como la vivienda, activos fijos, y en el equipo de producción. Esto se refleja en la reducción del gasto de capital y del gasto en consumo de bienes duraderos y, por tanto, en la contracción de la demanda agregada. La baja permanente de ésta no solamente retarda la recuperación económica, sino además inhibe el incremento de la productividad y el progreso tecnológico debido a que inhibe las innovaciones tecnológicas (Arestis y Sawyer, 2003).

## **2.1. El enfoque de las finanzas funcionales y la necesidad económica del déficit público.**

El enfoque de las finanzas funcionales fue propuesto por Abba Lerner (1941), quien sostenía que el gobierno debía contemplar tres reglas en el momento de decidir sobre la formas de financiar sus gastos. Dichas reglas son las siguientes:

1. El gobierno debe mantener en todo momento un nivel razonable de demanda. Si el gasto no es suficiente, de tal forma que hay un excesivo desempleo, el gobierno debe bajar los impuestos o incrementar su propio gasto. Si el gasto es demasiado, el gobierno debe prevenir la inflación, reduciendo su gasto o subiendo los impuestos.

2. El gobierno debe hacer prevalecer aquella tasa de interés que induzca a la inversión a un nivel óptimo, ya sea tomando prestado cuando desea que la tasa de interés aumente, y prestando dinero o saldando la deuda cuando desea que disminuya la tasa de interés.
3. Si cualquiera de las dos reglas anteriores están en conflicto con el principio de presupuesto manejable o finanzas funcionales, o porque se requiera limitar la deuda nacional, el gobierno deberá imprimir la cantidad de dinero necesaria para cumplir con la regla 1 y 2.

Bajo el enfoque de las finanzas funcionales, no tiene cabida el principio de “consolidación fiscal” o “presupuesto equilibrado”, principios fundamentales del NCM, porque el equilibrio en las finanzas públicas es resultado de la aplicación de políticas fiscales pro-cíclicas. Ello implica que en la parte recesiva del ciclo económico, cuando la actividad económica se contrae, el gasto público se reduzca para que, según el enfoque convencional, no se generen presiones inflacionarias; sin embargo, esta medida profundiza la recesión. De acuerdo con Lerner (1946), la caída de la actividad económica puede evitarse si se instrumentan medidas fiscales contra-cíclicas. Asumiendo que el manejo contra-cíclico de la política fiscal se aplica a lo largo del ciclo económico; esto es, en las etapas recesivas el gasto público debe aumentar, lo que seguramente elevará el déficit público; en tanto que en las etapas de auge económico el gasto público debe reducirse, porque el gasto privado en consumo e inversión se incrementa debido a las expectativas favorables. Durante esta fase del ciclo, el gobierno podría generar ahorros que le permitirán disminuir su déficit, e incluso generar un cierto superávit que serán utilizados en la fase recesiva (Colander, 2002).

De acuerdo con el esquema analítico de las finanzas funcionales, dado el carácter cíclico de la actividad económica, el gobierno debe asegurar altos niveles de demanda agregada si quiere que los niveles de producción y el empleo se aproximen al pleno empleo de los factores productivos. En este sentido, un déficit presupuestal no es una ocurrencia ocasional, por ejemplo, presente sólo en las etapas recesivas del ciclo económico. Por el contrario, su presencia es una

característica casi permanente de las economías monetarias de producción, debido a que en dichas economías por lo general, los niveles de ahorro e inversión del sector privado no se igualan (Arestis y Sawyer, 2003). En este sentido, el déficit presupuestal permite cerrar la brecha entre ahorro e inversión ex-ante, esto es, al nivel deseado de inversión, producto y empleo. En la medida que la tasa de interés no puede ajustar el ahorro ex-ante a la inversión, el déficit fiscal es necesario para que la actividad económica alcance un nivel adecuado a la disponibilidad de factores productivos. Al respecto, el enfoque de las finanzas funcionales sostiene que el déficit presupuestal no genera ningún efecto sobre las tasas de interés, cuando el déficit presupuestal tiene como propósito absorber el exceso de ahorro que existe en el sistema o la caída del gasto privado en inversión en consumo. Por ello, recomienda que la evaluación de la política fiscal considere las circunstancias en las que será empleado el incremento del gasto público deficitario (Arestis y Sawyer, 2003b).

Recapitulando, para el enfoque de las finanzas funcionales, la política fiscal en general, y el gasto público en particular, puede actuar como un estabilizador automático parcial en las fases recesivas del ciclo económico, porque en esta fase los ingresos fiscales descienden como consecuencia de la caída de la producción y el empleo. De ahí que se tenga que elevar el gasto público deficitario y, por tanto, el déficit fiscal. En algunas situaciones, la función de los estabilizadores automáticos no será suficiente para reactivar la actividad económica; ello dependerá de la profundidad y características de la recesión económica, lo que obligará a instrumentar una política monetaria expansiva paralelamente a la expansión del gasto público deficitario. Además, en la medida que el ciclo económico sigue su curso, y el nivel de empleo por lo general está lejos de ser el de pleno empleo, tanto el funcionamiento de los estabilizadores automáticos como la existencia del déficit presupuestal son una respuesta a los cambios en la demanda agregada (Arestis y Sawyer, 2003).

## **2.2. La efectividad de la política fiscal contra-cíclica y los efectos *crowding in*.**

Partiendo del enfoque de las finanzas funcionales, y bajos los supuestos de que el dinero es endógeno, la existencia de capacidad instalada no utilizada, que el crecimiento sostenido de la demanda agregada impulsa el progreso tecnológico y que la existencia de incertidumbre limita la racionalidad de los individuos en el momento de tomar sus decisiones económicas, los teóricos poskeynesianos sostienen que es poco probable que un incremento en el gasto público deficitario provoque desplazamiento de la inversión y/o gasto privado o presiones inflacionarias, como lo sostienen el NCM. Por el contrario, bajo dichos supuestos, es altamente probable que la política fiscal activa o contra-cíclica estimule el gasto privado en consumo e inversión; de tal forma que genere un efecto de “arrastre”, impulso o *crowding in* (Arestis y Sawyer, 2002).

### **a) Desplazamiento del gasto público por la vía de la tasa de interés o cumplimiento de la meta de inflación.**

Bajo el contexto de la instrumentación del esquema de metas de inflación, y partiendo de los supuestos de dinero endógeno y tasa de interés exógena, esto es, fijada por el Banco Central, si el incremento del gasto público deficitario provoca un incremento de la tasa de interés, es altamente probable que ello haya sido provocado por la acción deliberada del Banco Central. Si el Banco Central responde a una expansión del gasto público ya sea con un aumento de las tasas de interés y/o una reducción en la base monetaria, porque espera que esa medida fiscal genere presiones inflacionarias, que le impidan mantener la estabilidad monetaria y, por ende, no cumpla con la meta de inflación fijada; entonces, es la autoridad monetaria la que provoca la caída de la inversión privada.

El establecimiento de la estabilidad monetaria como objetivo prioritario de la política monetaria obliga al Banco Central a actuar de forma discrecional para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación. De ahí que el efecto

desplazamiento no sea una respuesta del mercado, sino de la decisión de la autoridad monetaria. Por el contrario, si la respuesta del Banco Central está en concordancia con las acciones de política fiscal, la tasa puede permanecer constante, y en el peor de los casos, el incremento será mínimo (Arestis y Sawyer, 2003a). Por otro lado, la evidencia empírica muestra que la tasa de interés no es el principal determinante de las decisiones de nuevas inversiones; variables como el crecimiento en las ventas, los flujos de cajas y las ganancias pasadas, tienen un mayor impacto en la inversión (Chirinko, 1993). En consecuencia, si la tasa de interés registrara un incremento menor, ello no generará un desplazamiento de la inversión privada de gran magnitud.

Este razonamiento supone que el Banco Central tiene control sobre la oferta de dinero, esto es, que se determina fuera del sector privado; en otras palabras, que la autoridad monetaria puede limitar la creación de dinero por parte de los bancos comerciales y/o que éstos se enfrentan a límites para crear dinero privado. Ello es relativamente cierto, pues en el contexto de la desregulación y liberalización financiera, los bancos privados han expandido su capacidad de creación de dinero mediante las innovaciones financieras y el fondeo interbancario interno y externo exógena (Palley, 2001). Asimismo, en la medida que se asume que la tasa de interés de mercado asegura el equilibrio en el mercado de fondos prestables, se deduce que una expansión del gasto público financiada con deuda pública interna reducirá la disponibilidad de recursos financieros para la inversión privada, por un lado, y que esta competencia entre el sector público y privado por obtener recursos elevará la tasas de interés, por el otro. Igualmente, se asume que el gasto privado, esto es, consumo e inversión, y en particular ésta última, son muy sensibles a las variaciones en las tasas de interés. Ello es relativo, pues otros factores, como las ganancias pasadas y la tasa de retorno, tienen mayor influencia en las decisiones de inversiones.

## **b) Desplazamiento por cambios en la oferta agregada o contracción de la demanda**

Si consideramos que el NCM parte de la existencia de una oferta agregada de equilibrio (pleno empleo de los factores), que implica una brecha producto cero, una tasa de inflación constante, una tasa de interés de equilibrio y una tasa de desempleo natural que no genera presiones inflacionarias (NAIRU), cualquier incremento en el gasto público que estimule la demanda agregada presionará sobre la oferta de equilibrio y, por tanto, también sobre el nivel de precios. Bajo este marco analítico, y suponiendo que los bancos privados tienen una capacidad limitada para crear dinero, lo que en la práctica significa que el dinero es exógeno, todo incremento en la demanda agregada provocará necesariamente un incremento en la inflación.

Al respecto, los poskeynesianos señalan que el crecimiento económico requiere de gasto neto deficitario financiado con la creación de crédito; pero para que esto ocurra el gobierno debe crear dinero que sea aceptado y demandado por la economía. Ahora bien, en un contexto de falta de liquidez, bajo crecimiento económico, grandes inventarios, alto desempleo y alto deterioro del nivel de vida, características comunes del capitalismo actual, la creación monetaria por parte del gobierno no sólo es necesaria, sino imprescindible (Wray, 1992). De esta forma, el gobierno puede incrementar su gasto y presupuesto fiscal a través de la creación de dinero, sin tener que emitir bonos para regular las reservas bancarias y la liquidez. Bajo este contexto, el sector privado aceptará el dinero gubernamental para vender sus bienes y servicios e incrementar sus ganancias e ingresos (Huerta, 2006). Además, el financiamiento del déficit a través de creación monetaria no genera presiones inflacionarias cuando existe capacidad ociosa o desempleo de los factores productivos, ya que la producción podrá incrementarse para satisfacer la demanda adicional sin que se generen presiones sobre los precios. En última instancia, es mejor generar condiciones de crecimiento económico a pesar de un cierto nivel de inflación, para evitar el surgimiento de una

depresión y problemas de insolvencia que afecten la actividad económica en general (Minsky, 1985).

En el modelo macroeconómico del esquema de metas de inflación, la oferta agregada determina la demanda agregada, y el punto donde éstas se igualan se establece la tasa de interés de interés y de desempleo que no generan inflación, esto es, tasas naturales o de equilibrio. Bajo tales condiciones, y asumiendo que las economías monetarias de producción cuentan con capacidad productiva instalada no utilizada, es obvio que el equilibrio no es automático por tres razones: i) la autoridad monetaria puede actuar discrecionalmente para fijar una elevada tasa de interés, con el propósito de evitar que la demanda agregada se expanda; ii) el gobierno puede implementar medidas fiscales restrictivas, como contracción del gasto público y/o incremento de las tasas impositivas, para inducir una contracción de la demanda agregada que se ajuste a un nivel de oferta agregada determinado por la brecha producto cero; es decir, aplicar también de forma discrecional la política monetaria para ajustar la demanda agregada a la supuesta oferta de equilibrio.

Para los poskeynesianos que parten del principio macroeconómico de que la demanda agregada, y más concretamente la demanda efectiva, determinada la oferta agregada, y dada la inexistencia de mecanismos automáticos de mercado que permitan que la oferta agregada se mueva rápidamente hacia el pleno empleo, obliga a instrumentar políticas fiscales contra-cíclicas que permitan un crecimiento sostenido de la demanda agregada (Arestis y Sawyer, 2003b).

**c) Desplazamiento por la vía del deterioro de la cuenta corriente o anclaje del tipo de cambio y política fiscal restrictiva.**

Dado que uno de los efectos de la expansión del gasto público deficitario es la elevación de la tasas de interés interna, de acuerdo con el NCM, mismo que fue expuesto anteriormente; ello a su vez estimula la entrada de elevados flujos de capital externo que aprecian el tipo de cambio. Esta situación provoca el deterioro

de cuenta corriente de la balanza de pagos, debido a que la expansión de la demanda agregada inducida por un mayor gasto público deficitario, conducirá a un incremento en las importaciones de bienes.

Este análisis supone que el ahorro doméstico es exógeno, lo cual es erróneo porque el nivel de esta variable está determinando, dada la propensión a consumir, por los cambios en el nivel del ingreso, y éste a su vez está influido por los cambios en el gasto del gobierno (Arestis y Sawyer, 2000). En otras palabras, el ahorro es una variable endógena; en consecuencia, bajo este supuesto, es altamente probable que un incremento en el déficit gubernamental eleve el ahorro doméstico, más que reducirlo, porque un incremento en el gasto público eleva la demanda agregada, y ello, al estimular la inversión y el empleo, incrementando el ingreso. Además, como ya se mencionó, bajo el esquema de metas de inflación y en el ejercicio de su autonomía, el comportamiento de la tasa de interés dependerá de la reacción del Banco Central. Si ante un incremento del gasto público deficitario, el banco central decide elevar la tasa de interés interna, los efectos que dicha expansión genere en la cuenta corriente serán provocados por las decisiones de la autoridad monetaria.

En cuanto al “efecto expulsión” internacional o filtración por la vía de la apreciación del tipo de cambio e incremento del coeficiente de las importaciones, es ambiguo. Si bien es muy probable que un incremento en la actividad económica asociado a un mayor gasto público deficitario eleve el volumen de las importaciones; el efecto de los flujos de capitales externos de corto plazo sobre el tipo de cambio no es claro. Por ejemplo, un incremento en las importaciones puede ser interpretado como una señal de que el tipo de cambio real debe ser ajustado (depreciado), pero una expansión en la actividad económica inducida por un mayor gasto público, también puede generar expectativas positivas sobre el comportamiento de la economía, de tal forma que el tipo de cambio tienda a elevarse.

La política fiscal sólo puede afectar directamente al tipo de cambio, si los oferentes del mercado cambiario reaccionan contra el incremento del gasto público comprando divisas. Solamente en estas circunstancias, la política fiscal expansiva podría generar una apreciación del tipo de cambio y, en consecuencia, un deterioro en la balanza comercial. Ahora bien, en la mayoría de los países en desarrollo y emergentes que han registrado altos flujos de capitales de corto plazo, y que se caracterizan por una elevada dependencia tecnológica y, en consecuencia, sus coeficientes de importación son altos, la instrumentación de la política monetaria de metas de inflación ha obligado a sus bancos centrales a realizar intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario para mantener estable el tipo de cambio nominal. En otras palabras, los bancos centrales han adoptado un régimen cambiario administrado para evitar que las fluctuaciones del tipo de cambio se traspasen a los precios; de esta forma, se asegura el cumplimiento de la meta de inflación (Ortiz, 2011). En consecuencia, el deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos en general, y de la balanza comercial en particular, no será provocado por la expansión del gasto público deficitario, sino por las intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario por parte del Banco Central. Aún suponiendo esta situación, si el resto del mundo o los socios comerciales del país en cuestión elevan su demanda por exportaciones de dicho país, no necesariamente ocurrirá dicho efecto (Fazzari, 1993). Cabe señalar que en la actualidad, la demanda externa a nivel mundial se ha contraído de manera aguda, lo que ha dificultado la recuperación del crecimiento económico a nivel mundial. Ello es un indicador de la urgente necesidad de aplicar políticas fiscales contra-cíclicas que induzcan un crecimiento de la demanda agregada a nivel mundial y, en consecuencia de la demanda externa.

Al respecto, los teóricos del NCM podrán contra-argumentar que esto sólo es posible en el corto plazo y bajo condiciones de capacidad existente no utilizada, porque en el largo plazo la expansión del déficit público provocará un incremento en los precios y, por ende, en los salarios. Conduciendo, finalmente, al desplazamiento de inversión privada y/o un incremento en la deuda externa para financiar el incremento en las importaciones, que a su vez conducirá al deterioro

de la balanza en cuenta corriente. Esta relación de causalidad se basa en el razonamiento que sostiene que la mayor actividad económica generada por la política fiscal expansiva, en un primer momento elevará los precios y los salarios, pero como los salarios nominales crecen en menor proporción que los precios, los salarios reales caerán; provocando una disminución en la demanda privada y, por ende, en la demanda agregada programada. Este descenso en la demanda agregada estimulará una caída en el nivel de precios y, dado que la oferta monetaria es exógena o fija en el corto plazo, los saldos reales se elevarán. De tal forma que, la demanda agregada volverá a crecer, siendo compensado dicho incremento mediante un mayor volumen de importaciones. Como vemos, este mecanismo supone perfecta flexibilidad de precios, que restringe incluso en el corto plazo, los valores del multiplicador fiscal, así como la influencia del régimen del tipo de cambio (Hemming, *et. al*, 2002).

En torno a este razonamiento es importante hacer tres observaciones siguiendo a Arestis y Sawyer (2003): 1) La existencia de capacidad ociosa es una de las características actuales de las economías monetarias modernas, no sólo de los países en desarrollo, sino también de los países industrializados. 2) El pleno empleo de los factores productivos no puede ser alcanzado y sostenido únicamente por la demanda privada (C+I). Si ello fuese posible la política fiscal expansiva sería innecesaria; la demanda privada es insuficiente para asegurar el pleno empleo de todos los factores productivos. Ello implica que la Ley de Say no opera y que el pleno empleo es una situación excepcional. 3) El desplazamiento de la inversión privada supone flexibilidad de precios, lo cual empíricamente no ha sido suficientemente demostrado. Por tanto, el enfoque del NCM no contribuye a aclarar cuáles son los efectos generados directamente por una política fiscal expansiva, ni tampoco cuáles de esos efectos son de corto plazo y cuáles son negativos en el largo plazo, ya que como vemos los supuestos en los que se centran son altamente limitados.

#### **d) Desplazamiento por la vía de la Equivalencia Ricardiana y el carácter endógeno del ahorro.**

Según el enfoque del NCM, los individuos construyen sus expectativas de forma racional, y conocen las restricciones presupuestales del gobierno. Los agentes económicos saben que un incremento en el déficit presupuestario presente financiado con bonos públicos elevará los impuestos en el futuro. Por ello, en el presente reducen su gasto en consumo y elevan su ahorro que será gastado en el futuro. Así, en el presente la reducción del gasto privado en consumo (incremento del ahorro privado) se compensa con el incremento del gasto público (incremento del déficit público). Por tanto, el nivel de la demanda agregada y el ahorro total (privado y público) no varían; es decir, el nivel de ambas variables será igual al registrado antes del incremento del gasto público deficitario.

De lo anterior se desprende que el cumplimiento de la Equivalencia Ricardiana supone que el ahorro es exógeno, pues el NCM no acepta que un incremento en la demanda agregada inducida por la expansión del gasto público, eleve, aunque sea en el corto plazo, el ingreso. Ello es así, porque dicho teorema se desarrolla en un marco analítico de pleno empleo, donde el ahorro y la inversión son iguales. Esto es, se asume que el ahorro no está determinado por el ingreso. De la misma forma, no se contempla que un incremento en la producción y el empleo inducido por un mayor gasto público deficitario, en la medida que ampliar la base tributaria puede generar un incremento en los ingresos tributarios, sin necesidad de elevar las tasas impositivas

En una investigación realizada para tres países europeos, Dinamarca, Portugal e Irlanda (Arestis, *et al.*, 2007), el logro de la estabilidad monetaria conjuntamente con la reducción del déficit fiscal, estuvieron acompañados de un aumento del déficit privado; es decir, que la inversión superó al ahorro. Esta brecha fue compensado por dos mecanismos: 1) un alto endeudamiento de las empresas, y 2) un incremento en el superávit en cuenta corriente, generado por un crecimiento de las exportaciones (mayor al crecimiento de las importaciones; de

tal forma, que el balance fue superavitario) por un lado, y la entrada de flujos de capitales de corto plazo, por el otro. Estas dos circunstancias que actuaron de forma simultánea o de manera independiente, indujeron un crecimiento en la producción y en el empleo. En consecuencia, la consolidación fiscal fue resultado del crecimiento de la producción inducido por la un incremento de las exportaciones. En otras palabras, la consolidación fiscal es consecuencia del crecimiento económico ya sea inducido por las demandas interna o externa o por ambas. Ello contradice el argumento del NCM, que sostiene que debe reducirse previamente el déficit fiscal, esto es, aplicar una política fiscal restrictiva, para lograr la estabilidad monetaria, misma que permitirá establecer las bases para un crecimiento estable y sostenido.

En conclusión, para los poskeynesianos que parten de los principios básicos del enfoque de las finanzas funcionales, el logro de la consolidación o del equilibrio en las finanzas públicas por algunas economías en un determinado periodo, es el resultado de un elevado endeudamiento de las empresas privadas y/o el incremento de la demanda externa. En otras palabras, el crecimiento económico alcanzado no está determinado por esta condición, es decir, por la consolidación fiscal. Además, la adopción del esquema de metas de inflación ha tenido un efecto negativo en la distribución del ingreso, ya que la participación de los salarios empeoró después de su adopción, lo que explica la caída sustancial en la demanda efectiva, con los consecuentes efectos negativos en la producción y el empleo (Rochon y Rossi, 2006).

## CAPÍTULO II

### **LA POLÍTICA FISCAL CONTRACÍCLICA VS POLÍTICA FISCAL PROCÍCLICA DEL CRECIMIENTO SOSTENIDO CON ESTABILIDAD A LA ESTABILIDAD CON CRECIMIENTO INSOSTENIBLE EN MÉXICO: 1958-1989.**

Hacia la segunda mitad de la década de los sesenta, el modelo de sustitución de importaciones, y con éste la política económica del desarrollo estabilizador, muestran los primeros signos de desaceleración cuyo origen es diverso. Entre estos se encuentra el deterioro de las finanzas públicas ocasionado por la ausencia de una reforma fiscal, que en particular tributaria, lo que condujo a una fuerte caída de la inversión pública en infraestructura agropecuaria y del apoyo económico a los sectores productores de granos en las zonas de temporal; una política cambiaria poco favorable a la consolidación de un sector productor de bienes de capital; y una elevada concentración del ingreso.

#### **1. Del crecimiento con estabilidad monetaria a la estabilidad monetaria sin crecimiento. Una visión de conjunto.**

En los primeros años de la década de los setenta, al agotamiento del modelo sustitutivo de importaciones se sumaron la volatilidad de las tasas de interés y de los tipos de cambios generadas por la alta inestabilidad de los mercados financieros internacionales. Esta última, alimentada por la elevada liquidez a nivel intencional generada primero, por los eurodólares provenientes de las exportaciones de petróleo de los países árabes, y posteriormente, por la desregulación de los sistemas financieros de los Estados Unidos e Inglaterra. Por otra parte, en los mercados de bienes, la competencia se agudizó como consecuencia del surgimiento de nuevos oferentes de productos agropecuarios y productos sustitutos de fibras naturales por fibras sintéticas. Todo ello generó un impacto negativo en las exportaciones de bienes agropecuarios y primarios de origen minero.

Bajo fuertes presiones inflacionarias y una recesión económica que amenazaba con convertirse en crisis, dado el deterioro de las finanzas públicas y

el elevado déficit externo, la administración de Luis Echeverría, 1970-1976, instrumenta una estrategia económica llamada *Desarrollo Compartido* para impulsar el crecimiento económico y mejorar la distribución del ingreso, a través de la expansión del gasto público deficitario. El eje de esta estrategia fue la modernización del sector industrial tendiente a elevar su productividad y competitividad, buscando reducir las importaciones y elevar las exportaciones. Para el corto plazo se establecieron como objetivos el control de la inflación y el saneamiento de las finanzas públicas, mediante la contracción monetaria y del crédito bancario; en tanto que para el mediano y largo plazo el crecimiento sostenido a través de la expansión del gasto público deficitario financiado con la emisión de deuda pública, fue el objetivo prioritario. Por otro lado, se planteó la necesidad urgente de instrumentar una reforma fiscal para fortalecer las finanzas públicas, lo que se suponía elevaría el margen de acción del gobierno en materia de gasto público, por un lado, y mejoraría la distribución del ingreso, por el otro. Sin embargo, dada la presión política que ejercieron los empresarios, en particular los banqueros, dicha reforma no se realizó. Bajo estas condiciones, fue difícil mantener el crecimiento económico a un ritmo constante; de tal forma que, durante todo el sexenio la política económica se caracterizó por un ejercicio irregular del gasto público, esto es, una política de gasto público de “siga y pare” (Tello, 1990).

Con el descubrimiento de excedentes petroleros la amenaza de crisis desapareció en 1978, o mejor dicho se pospuso para el futuro, pues los recursos extraordinarios provenientes de las exportaciones de petróleo ampliaron el margen de acción del gobierno para enfrentar el deterioro de las finanzas públicas y el déficit externo. Sin embargo, el incremento extraordinario del gasto público financiado principalmente con deuda externa, destinado a la exploración de nuevos pozos petroleros y la exportación masiva de éste, profundizaron los desequilibrios estructurales de la economía. Por un lado, al estar determinada la actividad económica por las exportaciones de petróleo y los sectores comerciales y de servicios relacionados con el mismo, la explotación y exportación de petróleo se convirtieron en los ejes centrales del crecimiento económico, profundizando así,

los desequilibrios sectoriales y regionales que se hicieron evidentes en la segunda mitad de 1965. Por el otro, dada la dependencia tecnológica de aparato productivo y el sobrecalentamiento de la economía generado por el *boom* petrolero, las importaciones crecieron a un mayor ritmo que las exportaciones, lo que agudizó el desequilibrio externo. A ello, se sumó la elevada carga de la deuda pública externa debido al incremento de las tasas de interés externas y a la caída del precio internacional del petróleo, que se registran a partir de mediados de 1981. El efecto combinado de estos factores dio paso a la crisis de la deuda externa en 1982.

Para contener la inercia inflacionaria y cumplir con los compromisos financieros con los acreedores internacionales, el gobierno de Miguel de la Madrid instrumenta medidas fiscales y monetarias altamente restrictivas. Dichas medidas contrajeron la demanda agregada y redujeron el gasto público; paralelamente se inicia la desregulación de la economía, con la apertura de sector externo y la desregulación y liberalización del sistema financiero, así como la venta de un primer grupo de empresas públicas. Por otra parte, y a pesar de la caída de los recursos provenientes de exportaciones, el gobierno asumió el pago de la deuda externa, lo que impidió la recuperación de la actividad económica y la eliminación de las presiones inflacionarias.

Con las primeras medidas tendientes a desregular y liberalizar los sectores financiero y externo instrumentada en 1983, se inicia la conformación de las condiciones para que las libres fuerzas del mercado desplacen la intervención del Estado en la economía y con ello, la implantación de las políticas de ajuste ortodoxas a lo largo de las últimas tres décadas. La profundización de las políticas de desregulación y liberalización de la economía a lo largo de la década de los noventa, así como la adopción completa del modelo macroeconómico que sostiene a la política monetaria de metas de inflación en 2001, implicó la subordinación de la política fiscal al cumplimiento de la meta de inflación fijada por el Banco de México y, por tanto, la eliminación de la capacidad contra-cíclica de la política fiscal a través del incremento del gasto público deficitario, para inducir el crecimiento económico.

## **2. La política fiscal contra-cíclica y el crecimiento con estabilidad monetaria. Del desarrollo estabilizador a la inestabilidad macroeconómica: 1958-1976.**

El periodo que comprende los años 1958-1979 se le conoce como *desarrollo estabilizador* porque la economía mexicana mantuvo un crecimiento alto y sostenido del producto, de entre 5 y 7%, acompañado de estabilidad monetaria y cambiaria. La política económica que sostuvo esta dinámica se basó en una combinación de políticas fiscal y monetaria activas y flexibles, tendiente a estimular la expansión de la demanda agregada, principalmente de la demanda interna, a través del gasto público deficitario.

Bajo un sistema financiero regulado, la canalización selectiva del crédito de la banca comercial y el financiamiento de la banca de desarrollo permitió financiar la inversión de sectores productivos prioritarios, como el agrícola y las pequeñas y medianas empresas. Por su parte, el mecanismo del encaje legal contribuyó, conjuntamente con la emisión de deuda interna, al financiamiento del gasto público deficitario, lo que redujo las presiones sobre el nivel de precios. A ello se sumó la reinversión de una elevada proporción de las utilidades de las empresas, lo cual tuvo dos efectos favorables. Por un lado, la menor demanda de recursos financieros por parte de las empresas redujo las presiones sobre la tasa de interés de mercado y, por el otro, el gobierno pudo disponer de los recursos bancarios sin generar una competencia con el sector privado por dichos recursos.

El crecimiento del gasto público en inversión en la construcción de infraestructura básica y sectores estratégicos, como la pequeña y mediana empresa y el sector agrícola productor de granos básicos en las zonas de temporal, por un lado, y el gasto social en educación, vivienda y salud, por el otro, se constituyó en el motor del crecimiento económico. El mismo efecto generó la política de transferencias y subsidios a los sectores trabajadores de la población y los estímulos fiscales a las empresas de reciente creación contribuyeron al crecimiento sostenido de la demanda privada interna y, por tanto, a la expansión del mercado interno, una de las principales fuentes del crecimiento económico durante dicho periodo. De esta forma, el crecimiento económico condujo a la

estabilidad monetaria; es decir, dicha estabilidad fue el resultado del crecimiento económico. En otras palabras, no se implantó la estabilidad monetaria como una condición para alcanzar el crecimiento económico.

Bajo esta estrategia económica, el manejo contra-cíclico de la política fiscal coadyuvó a la conformación de un contexto macroeconómico de crecimiento con bajos niveles de inflación y un déficit público controlable, que generaron expectativas y externalidades positivas para la inversión privada, la cual se dirigió principalmente hacia los sectores más dinámicos y rentables de la economía. En este sentido, podemos decir que el gasto público deficitario estimuló la inversión privada porque le aseguró su valorización y, por ende, altas ganancias, a través de la creación de la infraestructura necesaria para la distribución y consumo de bienes.

### **2.1. Gasto público deficitario y crecimiento con estabilidad monetaria.**

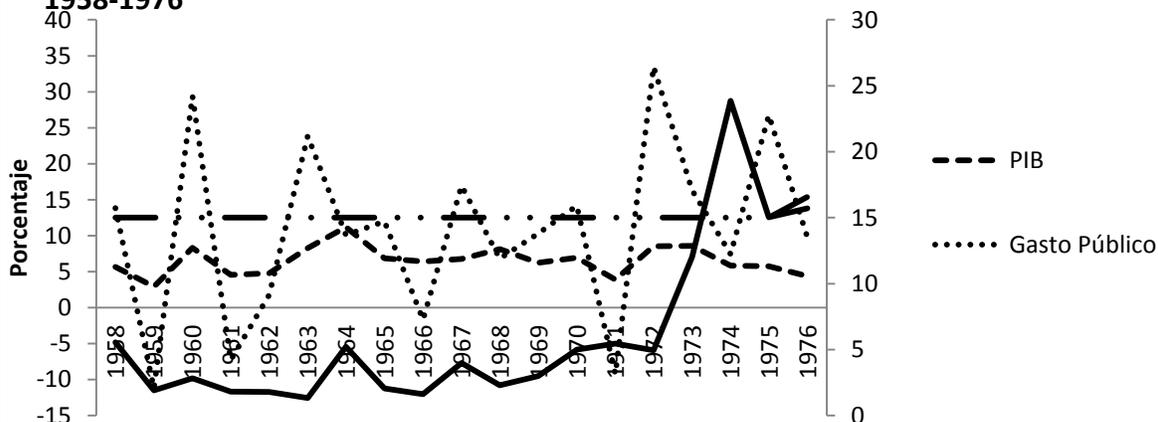
El diseño de la política económica que se operó durante el *desarrollo estabilizador*, 1958-1970, tenía como objetivo resolver las necesidades económicas y sociales del país. En el corto plazo el control de la inflación se asumió como el principal objetivo, cuidando no afectar el crecimiento de la inversión privada. De ahí que se recurriera al endeudamiento externo y en menor medida a la deuda interna, así como a la instrumentación de una política monetaria flexible pero cuidadosa para evitar presiones inflacionarias. Este manejo de las políticas fiscal y monetaria asumía que tanto la estabilidad monetaria como un déficit público sostenible eran resultado del crecimiento económico; por ello, el control de la inflación en el corto plazo no debía inhibir el crecimiento de la demanda agregada, pues en el largo plazo la estabilidad monetaria y un déficit público sostenible debían ser el resultado del crecimiento económico (Ortiz, 1970).

Durante los 12 años que comprendió el *desarrollo estabilizador*, 1958-1970, el PIB creció, en términos reales, a una tasa promedio anual de 6.7%; inducido principalmente por el incremento del gasto público para la construcción

de infraestructura básica en caminos, transporte, comunicaciones y energía. Este manejo del gasto público generó expectativas y externalidades positivas para la rentabilidad de las inversiones del sector privado, ya que aseguraba la valorización de las inversiones de este sector. En la configuración de este escenario macroeconómico fue fundamental el manejo contra-cíclico de la política fiscal acompañado de medidas monetaria flexibles, más concretamente cumplió un papel central el manejo acomodaticio de la oferta monetaria por parte del Banco de México, para responder a las necesidades de liquidez que requería la expansión de la demanda interna. De tal forma que, la inflación mantuvo una tasa de crecimiento constante hasta 1970 (ver Gráfico 1). A ello se sumó el efecto expansivo de la política de subsidios, exenciones fiscales y bajos precios y tarifas de bienes y servicios públicos, ya que al expandir la demanda agregada contribuyeron a la formación bruta de capital y a la generación de ahorro interno (Ramales, 2009). Por su parte, la banca de desarrollo y los mecanismos de regulación del sistema financiero aseguraron el financiamiento de los sectores productores básicos de la economía (Guillén, 1984).

Bajo esta lógica económica, la política fiscal se manejó de forma contra-cíclica para evitar que una caída de la demanda agregada condujera a la economía a una recesión. El incremento del ahorro privado contribuyó a financiar el déficit fiscal a través de los mecanismos de regulación sobre el sistema financiero, como el encaje legal (Gómez, 1981); en tanto que las elevadas ganancias de los empresarios permitió que una proporción importante de las nuevas inversiones se financiarán a través de la reinversión de aquéllas. En este sentido, el Banco de México manejó de forma cuidadosa la expansión primaria de moneda para dar la liquidez necesaria a la economía, pero también evitando que los incrementos en la oferta monetaria presionaran sobre el nivel de precios.

**Gráfico 1.**  
**MÉXICO. VARIABLES MACROECONÓMICAS.**  
**Variación anual.**  
**1958-1976**

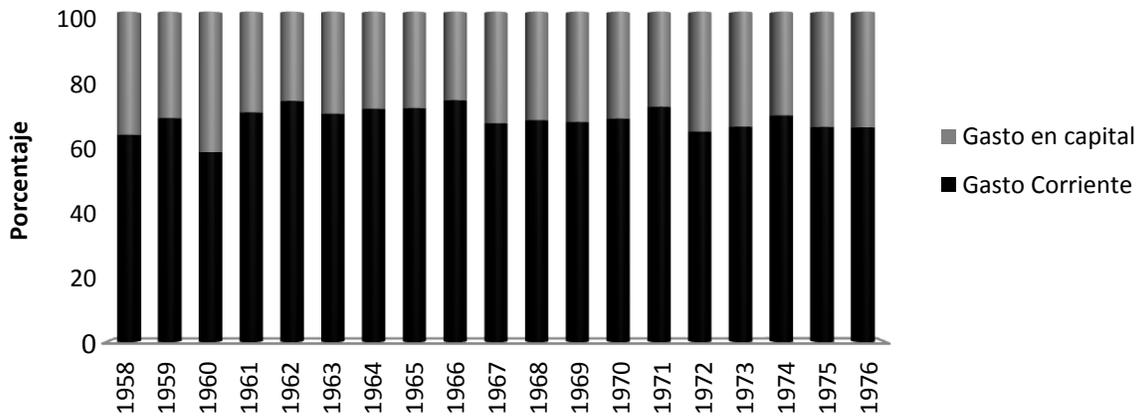


Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banco de México.  
a/ Elaborada con base en el índice de precios al mayoreo de la Ciudad de México.

En el Gráfico 2 se muestra que el gasto público en capital representó aproximadamente el 30% del gasto total, el cual se ejerció principalmente a través de la banca de desarrollo para financiar los sectores productivos estratégicos que no eran sujetos de crédito de la banca comercial, por no contar con garantías económicas y/o financieras (Huerta, 2012; Ortiz, 2006). Las condiciones bajo las cuales se otorgaban estos créditos, generalmente eran de largo plazo y a bajas tasas de interés; esto permitió que el proceso de industrialización y urbanización del país avanzara de forma acelerada, aunque heterogénea. Por su parte, el gasto social fortalecía la formación de instituciones de seguridad social, como los sectores educativos, de salud y vivienda. En su conjunto, todos estos factores estimularon la expansión de la demanda agregada de los trabajadores y, por ende, la demanda agregada total (Manrique, 2010).

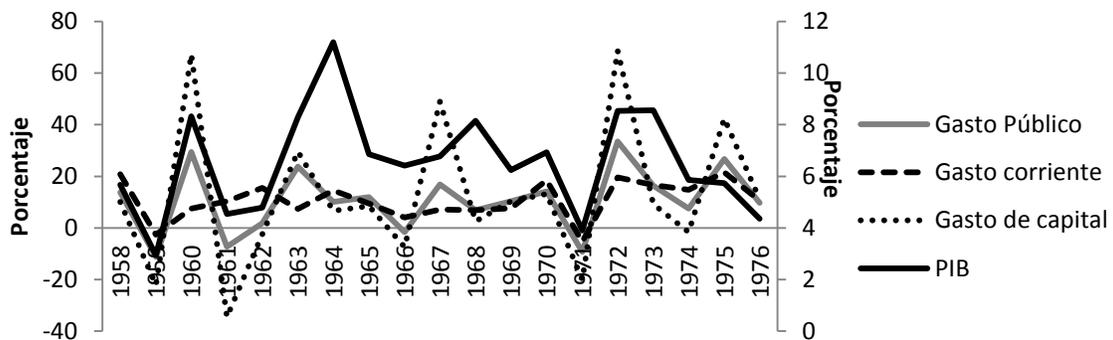
En general, el manejo contra-cíclico del gasto público (ver Gráfico 3) permitió la acumulación de capital privado en todos los sectores de la economía, al mantener un crecimiento sostenido de los dos principales componentes de la demanda agregada, esto es, el gasto privado, tanto en consumo como inversión, y el gasto público corriente y de capital (Ortiz, 2006).

**Gráfico 2.**  
**MÉXICO. ESTRUCTURA DEL GASTO PÚBLICO.**  
**Porcentaje**



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

**Gráfico 3.**  
**MÉXICO. COMPORTAMIENTO DEL GASTO PÚBLICO.**  
**Variación anual.**  
**1958-1976**



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

En este sentido, la política del gasto público cumplió un papel central en el logro de la estrategia económica del desarrollo estabilizador, al inducir incrementos en la demanda agregada que permitieron mantener un ritmo estable y sostenido en la actividad económica durante todo el periodo de 1956 a 1970. La estabilidad en los mercados financieros y cambiarios a nivel internacional facilitó un manejo flexible de la política monetaria y cambiaria en coordinación con las

medidas fiscales activas. Así mismo, el crecimiento de la demanda externa fue un componente importante de la demanda agregada total.

Hacia la segunda mitad de 1965, la sustitución de importaciones empezó a presentar fuertes problemas para concretar la última etapa, esto es, la sustitución de bienes de capital complejos, como se tenía contemplado originalmente. En esa época, la dependencia tecnológica de la economía mexicana no había disminuido en el rubro de los bienes de capital (Guillén, 1984). Si bien el tipo de cambio fijo fue un factor importante en el logro de la estabilidad de precios internos, pues evitaba variaciones en los costos de las importaciones tanto para el sector productivo como para el consumo final (Ramales, 2009), también es cierto que el mantenimiento de esta medida se convirtió en un obstáculo para avanzar en la sustitución de bienes de capital complejos, por las características productivas, económicas y financieras de las empresas productoras de dichos bienes, como plantas con elevada capacidad productiva instalada, altos montos de inversión y, como consecuencia de estas características, contar con una elevada y constante demanda para aprovechar las economías de escala. Así que, un tipo de cambio fijo representa un factor de inhibición para la creación de este tipo de plantas, ya que en un régimen de tipo de cambio sobrevaluado el precio de las importaciones de bienes de capital se mantuvieron bajos.

En este contexto, el gasto público muestra una ligera disminución en 1965; aunque se recupera a partir de 1967; pero los fundamentales macroeconómicos muestran un grave deterioro, lo que hizo difícil mantener la actividad económica estable. Esta situación, generada en gran medida por la crisis del sector agrícola, el agotamiento del modelo sustitutivo de importaciones y el deterioro de las finanzas públicas, se complicó en los primeros años de la década de los setenta, con la desaceleración de la economía mundial y el derrumbe del sistema de Bretton Woods. Todo indicaba que la economía mexicana entraría en una severa crisis; sin embargo, en 1978 la misma quedó conjurada ante el incremento extraordinario del precio internacional del petróleo y, por tanto, ante la posibilidad de explotar exportar masivamente petróleo en condiciones altamente favorables.

Esto es, un elevado precio internacional del petróleo y bajas tasas de interés externas para contratar deuda externa y financiar la explotación del mismo.

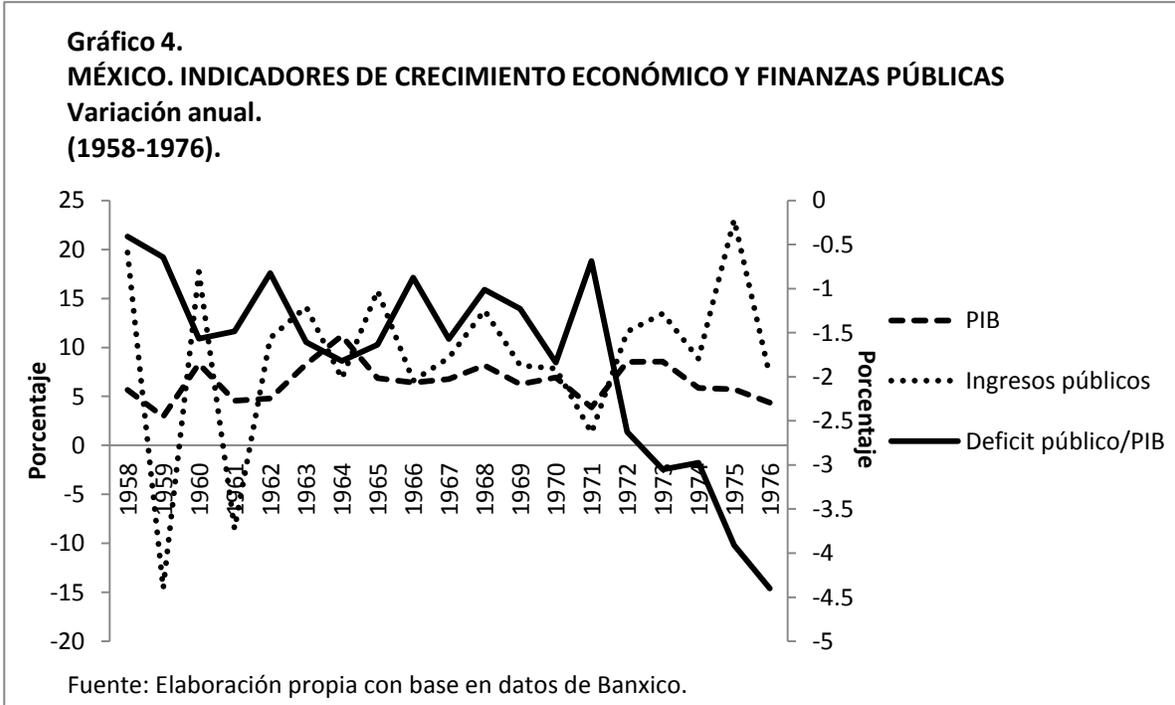
## **2.2. Ingresos públicos y déficit fiscal sostenible.**

La política de ingresos públicos, en particular la estructura tributaria basada en bajos impuestos a las ganancias y exenciones fiscales a las empresas, estimuló la acumulación de capital en el sector industrial (Manrique, 2010). El establecimiento de condiciones especiales de tributación para beneficiar a las empresas instaladas en el sector manufacturero y de transporte, así como la amortización acelerada de los activos fijos y la deducibilidad de algunos gastos corrientes de las empresas, favoreció nuevas inversiones y la reinversión de las utilidades. De igual forma, el abastecimiento de bienes y servicios públicos a precios y tarifas subsidiadas, incluso inferiores a los precios y tarifas internacionales (Huerta, 2003), contribuyeron a la formación bruta de capital fijo en el sector productivo privado. Además, el endurecimiento de los aranceles al sector importador fortaleció la expansión del mercado interno al proteger a la industria interna de la competencia externa. El manejo flexible de la política monetaria fue fundamental en la estrategia de crecimiento con estabilidad monetaria, ya que el Banco de México procuró establecer un nivel de tasas de interés reales positivas para incentivar el ahorro interno y externo, pero que al mismo tiempo también fomentará la inversión productiva (Ortiz, 1970).

La coordinación entre la política fiscal expansiva y una política monetaria flexible tendiente a controlar el nivel de liquidez sin mermar la actividad productiva, permitieron la valorización del capital y la generación de altos niveles de ganancias para el sector empresarial.

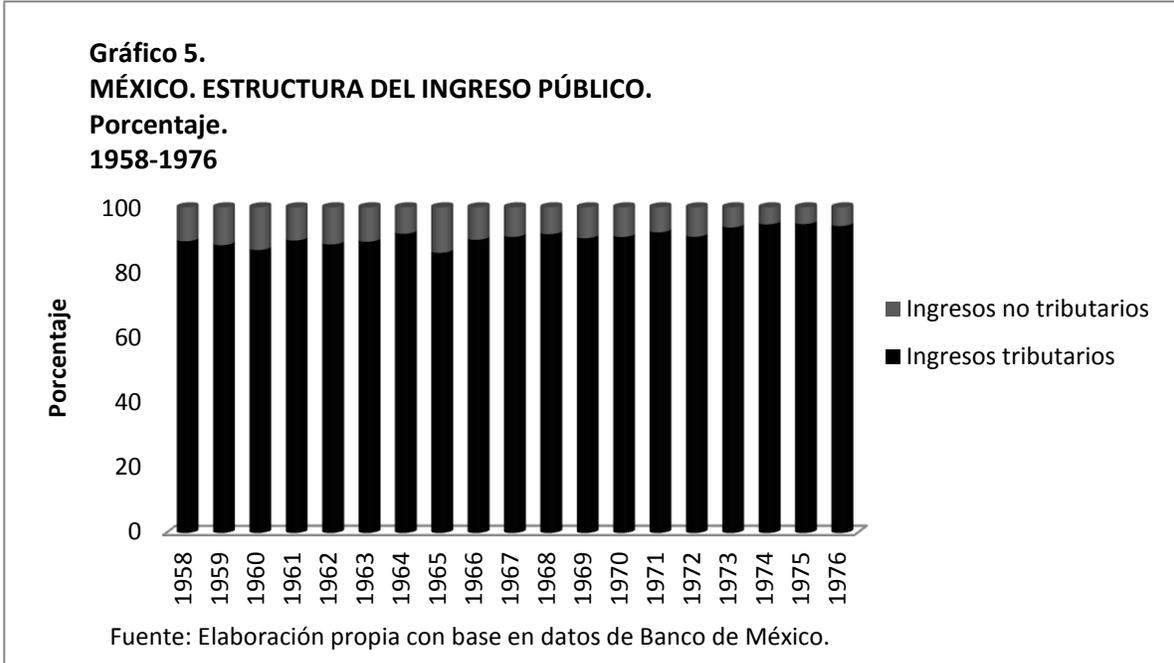
En el marco del proceso de industrialización, el crecimiento del producto y la generación de empleo expandieron la base gravable; de tal forma que los ingresos públicos registraron incrementos sustanciales (ver Gráfico 4). Los ingresos tributarios tanto los directos como indirectos, en especial los primeros, crecieron de forma sostenida.

Por su parte los ingresos no tributarios, concretamente los derivados de las exportaciones de bienes primarios y algunas manufacturas, también registraron un incremento. De hecho, dado los bajos impuestos a las utilidades y patrimonio de las grandes empresas, los ingresos tributarios dependían en una alta proporción del impuesto al trabajo y de los impuestos indirectos (Manrique, 2010). El crecimiento de los ingresos tributarios, en particular los provenientes del Impuesto sobre la Renta (ISR) y los impuestos indirectos, permitió que el déficit público se mantuviera bajo, 1.3%, como proporción del PIB, durante el periodo 1958-1970 (ver Gráfico 4).

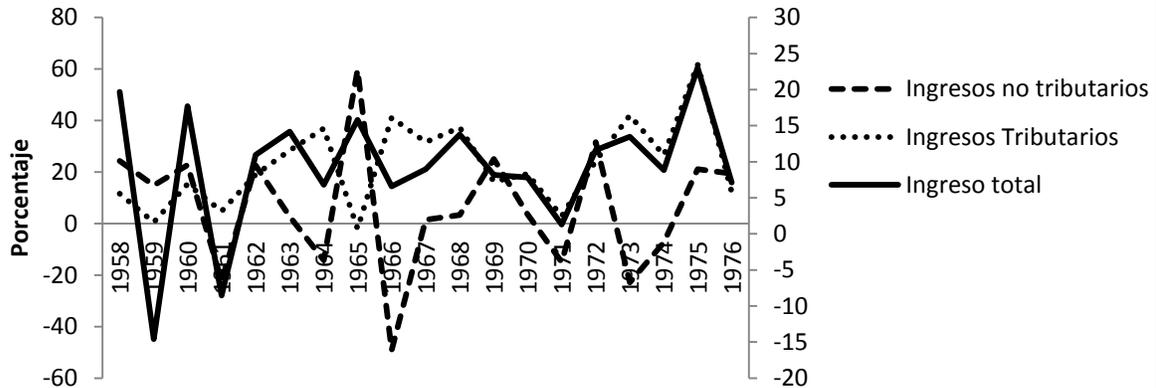


En el Gráfico 5 se muestra la estructura de los ingresos públicos totales; los ingresos tributarios aportaron el 90%, en promedio anual, durante el periodo de 1958-1976. En 1965 se registra un punto de inflexión, aunque en los siguientes años se recuperan. En cuanto a los ingresos no tributarios, su participación se mantuvo en un 10%, en promedio anual. Cabe mencionar que la participación del financiamiento en los ingresos públicos mostró una tendencia a la alza a partir de 1965 (Ortiz, 2006).

En el Gráfico 6 se muestra el comportamiento de los impuestos, siendo los ingresos tributarios lo que determinan la evolución de los ingresos totales, ya que representaba alrededor de 90% de éstos, a pesar de la exención impositiva al sector sustitutivo de importaciones y pequeñas y medianas empresas, sin embargo la carga fiscal se encontraba principalmente en el sector trabajador y en los aranceles al comercio exterior, situación que se vio reflejada en la tasa de crecimiento promedio anual de 9.5% a lo largo de todo el periodo presentando alta volatilidad, que a pesar de mostrar caídas en su tasa de crecimiento en algunos años, éstas nunca representaron tasas de crecimiento negativas. Por otra parte, los ingresos no tributarios, que representaban la participación de empresas paraestatales y aprovechamiento de recursos, mostraron tasas constantes de crecimiento en aproximadamente 13% durante el desarrollo estabilizador, alcanzando su pico más alto en 1965 con una tasa de crecimiento superior a 84% y su pico más bajo en 1966 con una caída de -49%.



**Gráfico 6.**  
**MÉXICO. COMPORTAMIENTO DEL INGRESO PÚBLICO.**  
**Variación anual.**  
**1958-1976**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banxico.

En el marco de un crecimiento económico sostenido, las finanzas públicas se mantuvieron estables a pesar del crecimiento del gasto público deficitario. Para 1971 esta situación cambia; los signos de desaceleración del crecimiento económico que se manifestaron en 1965 se hicieron evidentes. El gobierno de Luis Echeverría, bajo la estrategia económica denominada *Desarrollo Compartido*, incrementó el gasto público deficitario para evitar que la economía entrara en una etapa recesiva, misma que podría convertirse en una severa crisis. Además, con dicha estrategia se buscaba revertir la concentración del ingreso que se gestó durante el periodo del *desarrollo estabilizador* al amparo de una política tributaria de exenciones fiscales, subsidios y transferencias al sector empresarial, la cual no se fue adecuando en el tiempo a la evolución de las empresas nuevas y necesarias.

Los estímulos fiscales y económicos que se les otorgaban a las empresas de reciente creación desde 1940, en el contexto de la Segunda Guerra Mundial, fueron necesarios para inducir la conformación del aparato productivo que requería el proceso de industrialización basado en la sustitución de importaciones. Las políticas tributaria y de subsidio a los precios y tarifas de bienes y servicios públicos cumplieron su función de protección y estímulo al surgimiento y

consolidación de nuevas empresas; pero dichas políticas debieron adecuarse a medida que las empresas se consolidaban, para evitar el deterioro de las finanzas públicas, por un lado, e inducirlas e elevar la su productividad y competitividad en los mercados externos, por el otro. Así, una política tributaria que fue necesaria en su momento para inducir el proceso de industrialización, al no ser actualizada se convirtió en un obstáculo para el desarrollo de la productividad y competitividad de las empresas mexicanas en los mercados internacionales.

El retraso de la reforma fiscal condujo al deterioro paulatino de las finanzas públicas y al agudizamiento del déficit de la cuenta corriente, en particular de la balanza comercial. La inestabilidad de los mercados financieros internacionales, la agresiva competencia en los mercado internacionales de bienes y servicios y la oposición política de los empresarios y banqueros a una reforma fiscal, empeoraron la situación macroeconómica.

Todos estos factores impidieron que el gobierno de Luis Echeverría instrumentara una política fiscal activa basada en incrementos del gasto público deficitario. Incluso, dado el ambiente de tensión política entre el gobierno y los empresarios, en particular con los banqueros, y el descontento social, el gobierno se vio forzado a aplicar medidas contradictorias (López, 2001), por ejemplo, el hecho de que una medida fiscal expansiva se acompañara de medidas monetarias restrictivas, o que en un año se incrementara el gasto público y en el siguiente se redujera de forma drástica. Sin embargo, y a pesar de ello, el PIB creció a una tasa del 6%, en promedio anual, durante el sexenio 1970-1976; aunque la inflación tomó mayor fuerza, con tasas del 13%, en promedio anual, durante esos años. Cabe señalar que las presiones inflacionarias eran generadas principalmente por el incremento de los precios internacionales de alimentos y energéticos.

Bajo estas condiciones, la estrategia de desarrollo compartido fracasó en 1976; trayendo consigo una aguda recesión económica y presiones inflacionarias; condiciones que alimentan las actividades financieras especulativas, con la consiguiente fuga masiva de capitales. Reaparece el deterioro de las finanzas y el

desequilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos. La devaluación del peso era inevitable; así en 1976, después de 22 años de anclaje cambiario, el peso se devaluó en más de 20%. De esta forma, México abandonaba el régimen de tipo de cambio fijo para adoptar un sistema de flotación controlada (Guillén, 1984; Ortiz, 2004).

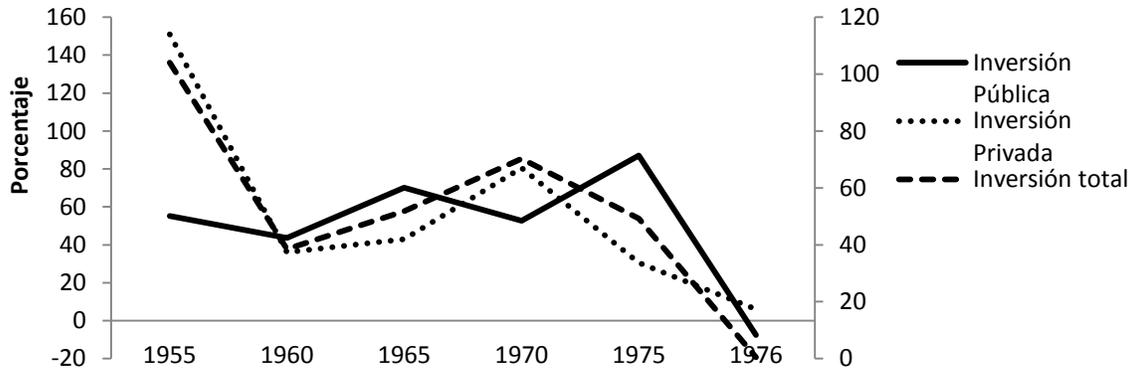
La contracción de la actividad económica interna y la caída de la demanda externa se reflejaron de inmediato en una fuerte contracción de los ingresos públicos. Ello, aunado a un ligero incremento del gasto público deficitario social y de capital para responder a las necesidades sociales básicas y mantener la actividad económica en un nivel mínimo, respectivamente, elevó el déficit público 4.4%, como proporción del PIB, en 1976 (a precios de 1980); porcentaje aún bajo si lo comparamos con el registrado en los años 1980-1987.

### **2.3. El efecto complementario entre la inversión pública y privada.**

Durante el periodo 1958-1970, la inversión pública se complementó con la inversión privada, lo que se reflejó en el crecimiento sostenido del producto y el ingreso, al mismo tiempo que se mantenía la estabilidad monetaria y un bajo déficit público. Esto es un indicador de que el gasto público más que desplazar a la inversión privada, indujo un efecto de “arrastre” o *crowding in* sobre ésta, como resultado de las externalidades y expectativas positivas que generó la inversión pública en infraestructura. A partir de 1970, la inversión pública registra un comportamiento irregular (ver Gráfico 7), que ahonda la incapacidad de la planta productiva nacional para responder a los retos que planteaba la agresiva competitividad en los mercados de bienes y la fuerte inestabilidad de los mercados financieros internacionales.

Así, dada la baja productividad y competitividad del aparato productivo, las exportaciones mexicanas agropecuarias y ciertas materias primas de origen, primario, fueron desplazadas de los mercados internacionales; en tanto que la fragilidad financiera y el elevado déficit público y externo colocaron a la economía en una alta vulnerabilidad frente a los choques externos.

**Gráfica 7.**  
**MÉXICO. COMPORTAMIENTO DE LA INVERSIÓN TOTAL.**  
**Variación quinquenal.**  
**1958-1976**



Fuente: Elaboración propia con base en el Sistema de Cuentas Nacionales, INEGI.

En los años 1975-1976, cuando se requería que la inversión pública se elevará, se registran un descenso de -7.5%. Esta contracción, como era de esperarse, también se vio reflejada en una reducción de la inversión privada, que se profundizó con el alza en las tasas de interés y la devaluación del peso, pues ambos factores elevaron los costos financieros y de las importaciones de insumos y de bienes de capital.

A lo largo del periodo del *desarrollo estabilizador*, la política de tipo de cambio fijo permitió importar a precios bajos los insumos y la tecnología que demandaba el proceso de industrialización basado en el modelo de sustitución de importaciones. A medida que el tipo de cambio real se sobrevaluaba, el déficit de la balanza comercial se elevaba debido a que la exportaciones crecieron a un ritmo menor que las importaciones; debido, por un lado, a los efectos favorables y desfavorables en el precio relativo de las importaciones y exportaciones, respectivamente, que genera un tipo de cambio sobrevaluado, y por el otro, a la baja competitividad de las exportaciones mexicanas en los mercados internacionales (Ramales, 2009). A ello se agregó el peso del servicio de la deuda externa, que fue necesario contratar para financiar el creciente gasto público.

Con el propósito de estimular la captación de recursos y contener la salida de capitales, el Banco de México autorizó la dolarización de los ahorros domésticos. Esto no fue suficiente para contener la fuga de capitales, ni reducir la incertidumbre cambiaria y las presiones inflacionarias. Por el contrario, los requerimientos de divisas para sostener la especulación y los altos coeficientes de importaciones se elevaron. Ello obligó al gobierno a recurrir a la contratación de más de deuda externa, cuyo monto se elevó de forma sustancial entre 1975 y 1976. Sin embargo, ante la masiva fuga de capitales y el elevado déficit en la cuenta corriente el gobierno tuvo que devaluar el peso hacia finales de 1976. La devaluación del 22% no sólo abrió la brecha entre la inflación de México y la de los Estados Unidos de Norteamérica, sino también contrarrestó los efectos expansionistas que se buscaba generar mediante el incremento del gasto público a principios de 1976 (Tello, 1990).

#### **2.4. La deuda pública y el financiamiento del crecimiento económico.**

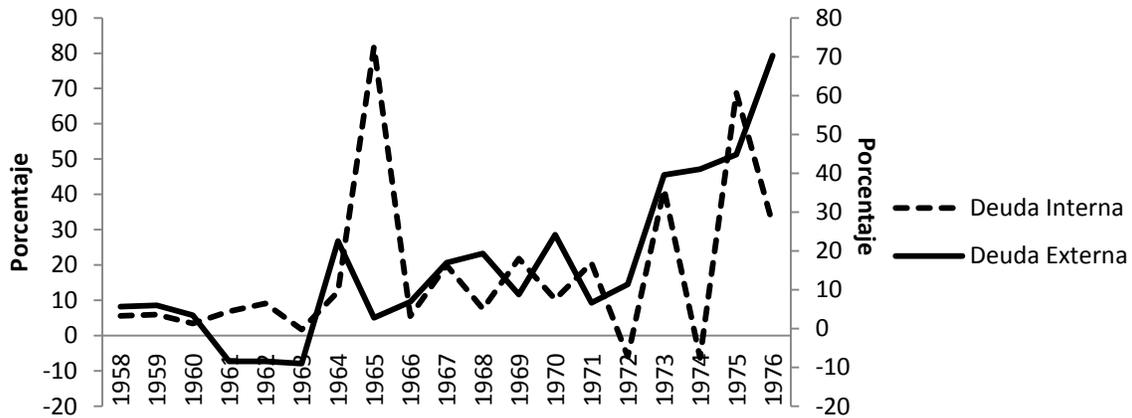
Durante el *desarrollo estabilizador* la deuda pública tanto interna como externa, fueron las principales fuentes de financiamiento del gasto público; su carácter complementario permitió alcanzar el crecimiento económico con estabilidad monetaria durante el periodo 1958-1970. En la medida que el sector manufacturero bajo el proteccionismo fiscal y arancelario, no elevó su productividad y competitividad en los mercados externos, la deuda externa y las divisas provenientes de las exportaciones del sector primario agropecuario y minero tendían a convertirse en un grave obstáculo para el crecimiento sostenido y con estabilidad monetaria, porque el sostenimiento de este mecanismo de financiamiento de las importaciones de insumos y tecnología del sector manufacturero dependía de dos factores altamente vulnerables. En primer lugar, la demanda externa de las exportaciones de los mencionados sectores, cuyo precio y cantidad son variables exógenas. Y en segundo lugar, la deuda externa es una pesada carga financiera para las finanzas públicas si no está acompañada de ciertas características, tales como que su crecimiento no sea mayor a la tasa de

interés de contratación, que se destine al gasto público productivo que se refleje en un crecimiento económico que permita cubrir el pago de interés y del capital.

En los primeros años del mencionado periodo, la deuda externa era un complemento de la deuda interna; sin embargo, a partir de 1971, la deuda externa comenzó a remplazar a la deuda interna como fuente de financiamiento del gasto público, en particular para financiar proyectos de inversión pública en sectores estratégicos, como el agrícola, siderúrgico y energético, y de banca comercial del país, por considerar que la emisión de valores públicos generaba presiones inflacionarias (ver Gráficos 8 y 9).



**Gráfico 9.**  
**MÉXICO. COMPORTAMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA**  
**Variación anual.**  
**1958-1976**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de SHCP.

### 3. Petrolización y despetrolización del gasto público. Del *boom* petrolero al ajuste macroeconómico: 1977-1989.

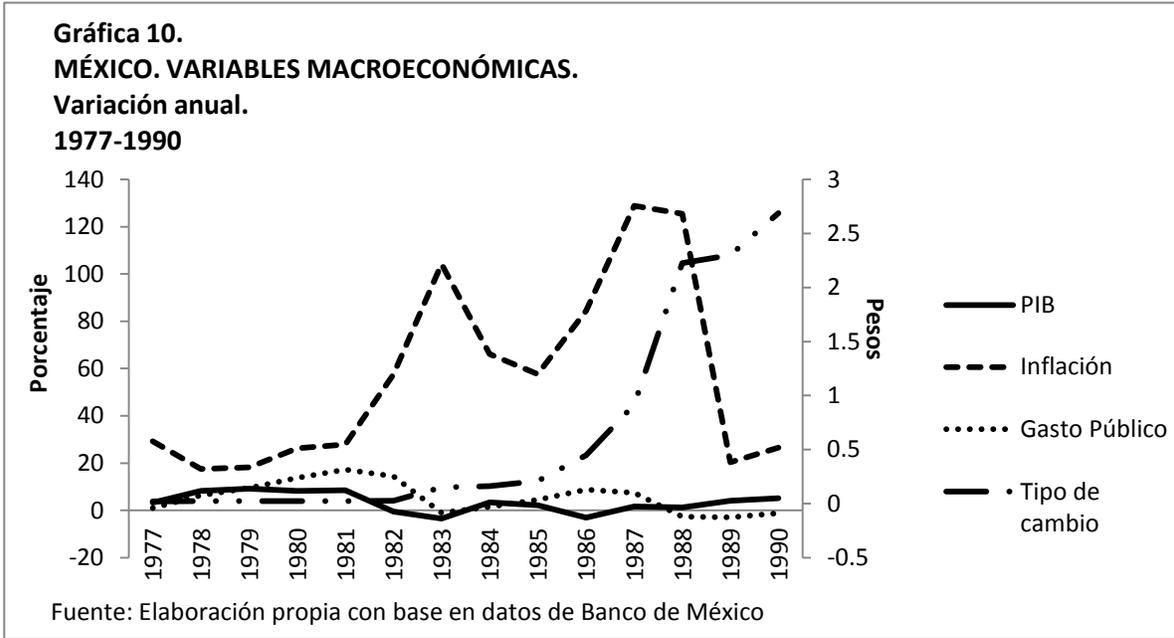
En 1977, en el marco de una severa recesión y fuertes presiones inflacionarias, el gobierno mexicano firma un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), mediante el cual se compromete a disminuir la deuda pública interna y externa, reducir la liquidez del sistema, restringir el gasto público, fijar topes a los aumentos del salario, liberalizar el comercio exterior y limitar el crecimiento del sector de empresas estatales (Guillén, 2000). Se suponía que estas medidas en su conjunto, debían contener la espiral inflacionaria y reducir el déficit fiscal.

#### 3.1. La petrolización de las finanzas públicas y el modelo de crecimiento “hacia afuera”.

El descubrimiento de nuevos yacimientos de petróleo en 1978, y su posterior explotación y exportación desde 1979 y hasta mediados de 1982, evitó que la economía mexicana entrara en una grave crisis. La disposición de recursos

extraordinarios y en abundancia provenientes de las exportaciones de petróleo atenuó el abultado déficit público y el fuerte desequilibrio en la balanza en cuenta corriente de la balanza de pagos. Bajo el estímulo del incremento extraordinario del precio internacional del petróleo, el gobierno destinó una elevada proporción de la inversión pública a la construcción de la infraestructura básica para la explotación de petróleo. Hacia finales de 1978, la economía registró signos de recuperación; los siguientes cuatro años, 1978-1981, el PIB creció a una tasa del 8.6%, en promedio anual; crecimiento superior al registrado durante el *desarrollo estabilizador* (ver Gráfico 10).

Para finales de 1981, las condiciones externas que sostuvieron el *boom* petrolero registraron cambios bruscos y adversos para la economía mexicana; el precio internacional del petróleo desciende de forma drástica y constante, en tanto que las tasas de interés externas inician una tendencia a la alza.



Bajo estas circunstancias, los desequilibrios estructurales de la economía mexicana, el déficit fiscal y externo, se profundizaron y las presiones inflacionarias reaparecieron, pero ahora acompañadas de la fragilidad financiera heredada por la crisis de la deuda externa. Esta situación es la consecuencia de tres factores:

primero, la actividad económica dependía principalmente de la explotación y exportación del petróleo y de los servicios relacionados con dichas actividades, lo que a su vez estaba fuertemente determinado por el elevado precio internacional del mismo. Segundo, la deuda externa se convirtió en la principal fuente de financiamiento público de la actividad del sector petrolero, así como de la inversión privada relacionado con dicho sector. Si consideramos que una alta proporción de la contratación de deuda externa tanto por parte del sector público como privado, se hizo con la banca privada internacional, a corto plazo y a tasas de interés variable, es evidente que a medida que las tasas de interés internacionales se incrementaron hacia el segundo semestre de 1982, la vulnerabilidad financiera colapsó a la economía. Tercero, la petrolización del crecimiento económico profundizó el carácter heterogéneo de la planta productiva, acentuó la desarticulación de las cadenas productivas y, en consecuencia, la dependencia tecnológica. De la misma forma, agravó la desigualdad regional y sectorial de la economía mexicana (López, 2001).

### **3.2. De la petrolización del gasto público a la política fiscal restrictiva.**

Hacia finales de 1982, la economía mexicana entraba a una de sus peores crisis, después haber registrado un crecimiento extraordinario durante casi 4 años, el cual dependió fundamentalmente de la producción y exportación de una sola mercancía, el petróleo. Por otro lado, a las importaciones tradicionales de bienes intermedios y de capital, misma que crecieron aceleradamente durante los años 1978-1982, se le sumaron las importaciones de granos básicos debido a la caída de la producción interna. Además, la mayor vulnerabilidad de la economía a los choques externos agudizó los desequilibrios en la balanza de pagos en general, y de la balanza comercial en particular.

A pesar de la grave recesión económica, el gobierno aplicó políticas fiscal y monetaria altamente restrictivas; la primera se guió por los principios de austeridad, disciplina y eficiencia en la ejecución del presupuesto para alcanzar el equilibrio en las finanzas públicas. En la práctica ello implicó la reducción del gasto

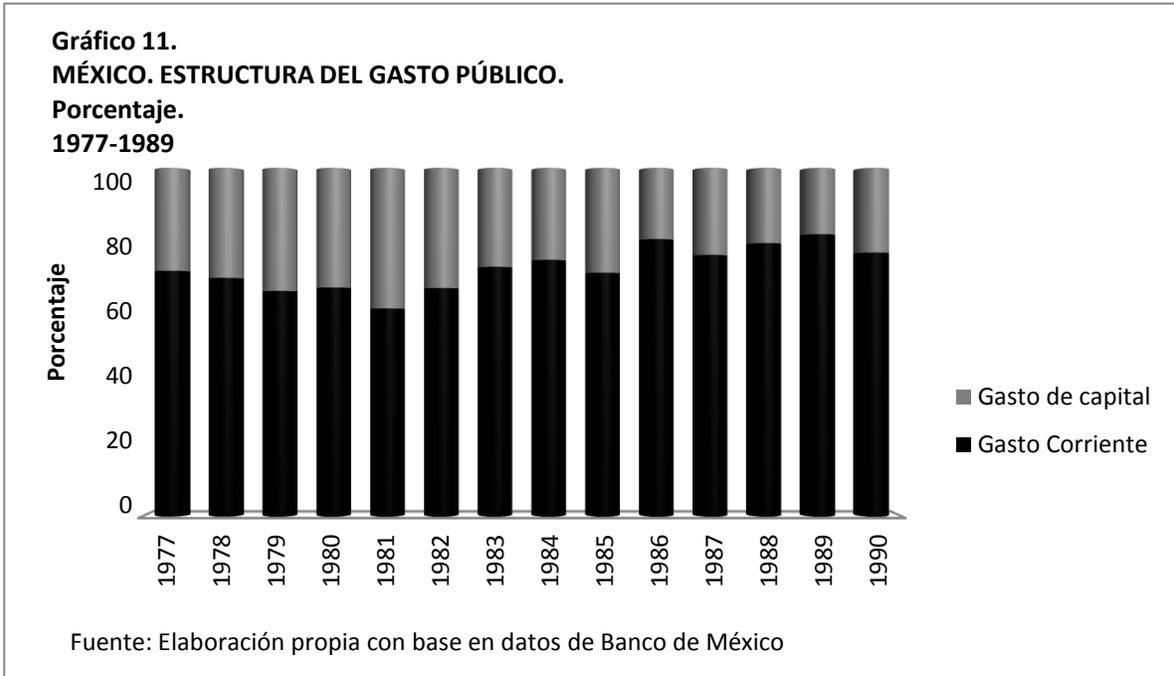
en capital y la focalización del gasto social, así como la eliminación y reducción permanente de subsidios y transferencias al sector agrícola y a las clases trabajadoras por la vía de los precios de los bienes básicos.

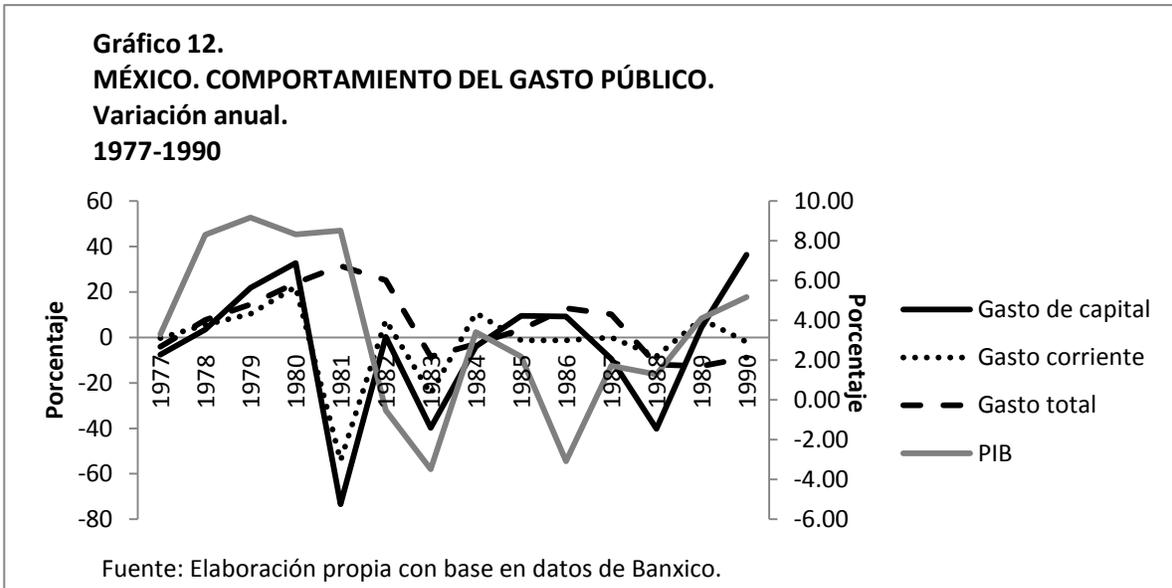
El menor gasto en capital tuvo como destino proyectos de inversión con periodos cortos de maduración; además la venta de empresas públicas se reflejó en una reducción de la inversión pública y del gasto corriente. En el largo plazo, se pretendía alcanzar el crecimiento estable y sostenido, para ello se adoptó el modelo basado en la sustitución de exportaciones. Además, se sostenía que la desregulación de la economía era una condición necesaria para alcanzar el objetivo de largo plazo; de ahí que se aplicaran las primeras medidas para liberalizar el sector externo, se emprendió el proceso de reprivatización de la banca privada y se inició la venta de un importante número de empresas públicas. El conjunto de estas medidas constituyen la primera etapa de las reformas tendientes a reducir la participación del Estado en la economía. Dichas medidas se profundizaron en la primera mitad de la década de los noventa, con el propósito de dejar que las libres fuerzas del mercado actuaran.

En 1983, en medio de una grave recesión económica, presiones inflacionarias inerciales y la enorme carga del servicio de la deuda externa, el gobierno de Miguel de la Madrid instrumenta severas medidas ortodoxas de ajuste macroeconómico basadas en la contracción de la demanda agregada. Esta estrategia económica, denominada “Modelo de Crecimiento hacia Afuera”, tenía como objetivos de corto plazo, por un lado, cumplir con los compromisos financieros con los acreedores externos, y por el otro, controlar y reducir la inflación. Para ello, se implementaron medidas fiscales y monetarias restrictivas tendientes a alcanzar la disciplina fiscal y la reducción de la liquidez; aumentar las exportaciones netas mediante el incremento de las exportaciones de manufacturas, con el propósito de reducir la dependencia de los ingresos públicos de las exportaciones petroleras y disminuir el desequilibrio de la balanza en cuenta corriente (Perrotini, 2004).

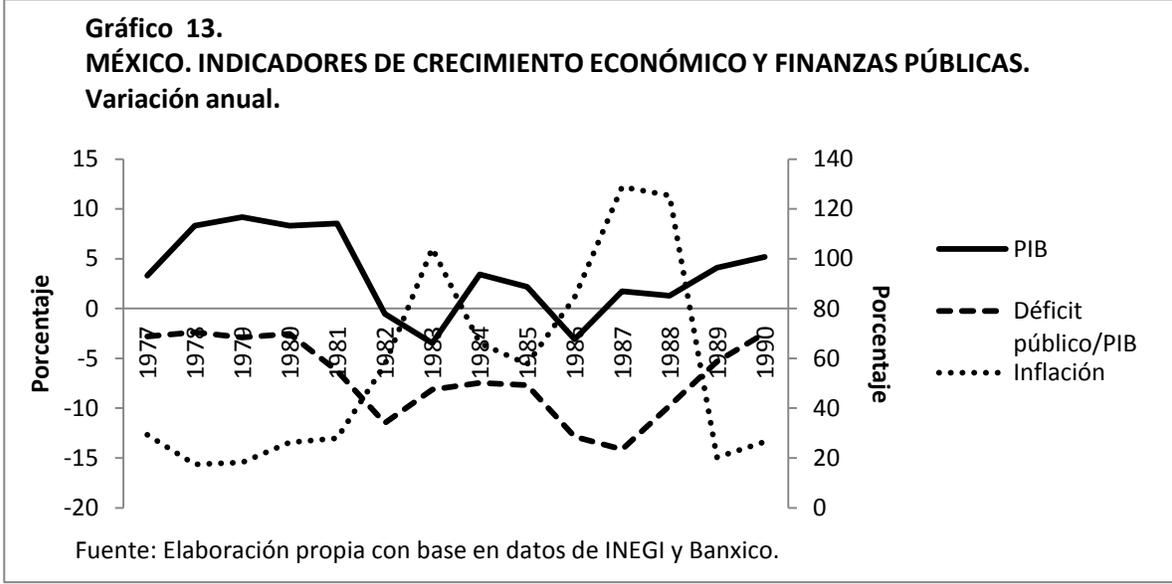
El gobierno mexicano asumió que, para que el país volviera a tener acceso al crédito proveniente de instituciones internacionales y fuera un espacio confiable para la inversión extranjera directa, era necesario reconocer y asegurar a los acreedores internacionales el pago de la deuda externa. Pero, ello requería de la aplicación de medidas fiscales restrictivas inclinadas a contraer el gasto público, para reducir la demanda agregada y elevar el ahorro público.

En el Gráfico 11 se muestra que después de representar el 30% del gasto total, durante los años 1977-1981, a partir de 1982 éste se ve reducido a 20%. Por su parte, el Grafico 12 registra el comportamiento irregular del gasto público, siendo el gasto en capital el que muestra las mayores fluctuaciones, con tasas negativas superiores a -40%, para 1981-1982 y 1988-1989, como resultado en el primer periodo, de la crisis de deuda externa, y de las políticas de ajuste monetario y fiscales, en el segundo periodo, que se aplican en el primer año de la administración de Carlos Salinas de Gortari, para cumplir con el objetivo de control de la inflación y saneamiento de las finanzas públicas.





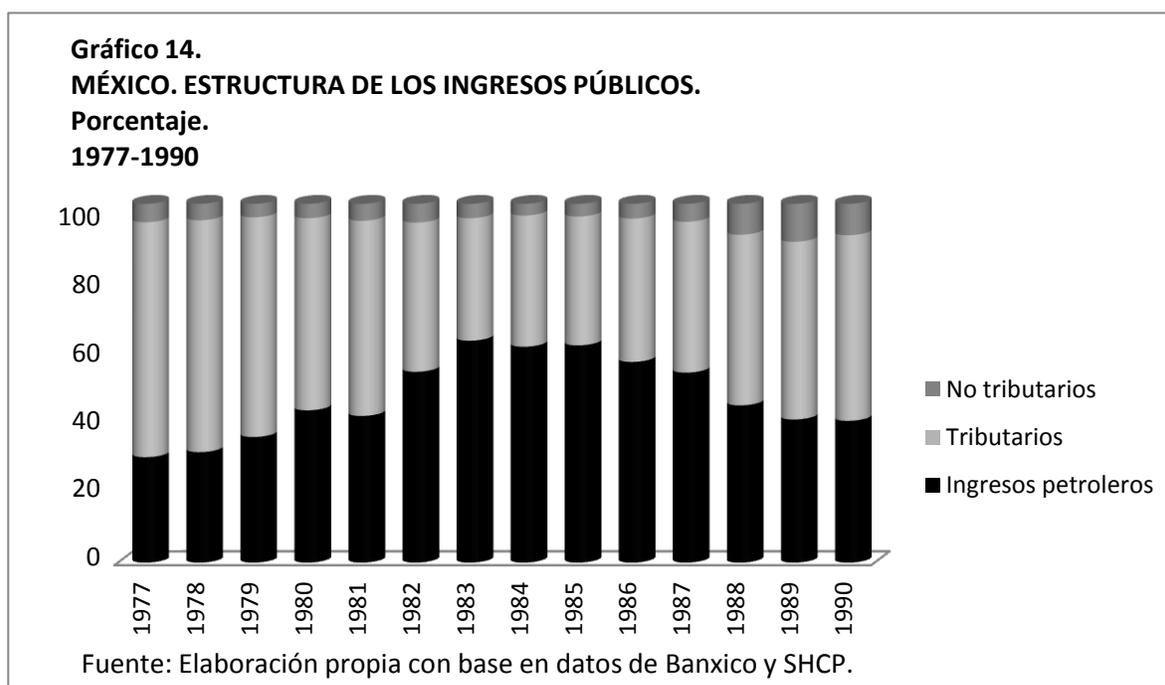
A pesar de las políticas fiscal y monetaria restrictivas, las presiones inflacionarias no cedieron; en 1987 la inflación alcanzó los 3 dígitos, el PIB solo logró crecer en 1.7% y el déficit primario se elevó al 14%, del PIB (ver Gráfico 13). En este contexto macroeconómico, el gobierno entrante de Carlos Salinas de Gortari instrumenta una política de ingresos para romper la inercia inflacionaria, por un lado, y reducir el gasto público para sanear las finanzas públicas. La drástica reducción de la inflación, la renegociación de la deuda y la reactivación de la actividad económica, atrajeron flujos voluntarios de capitales externos de corto plazo.



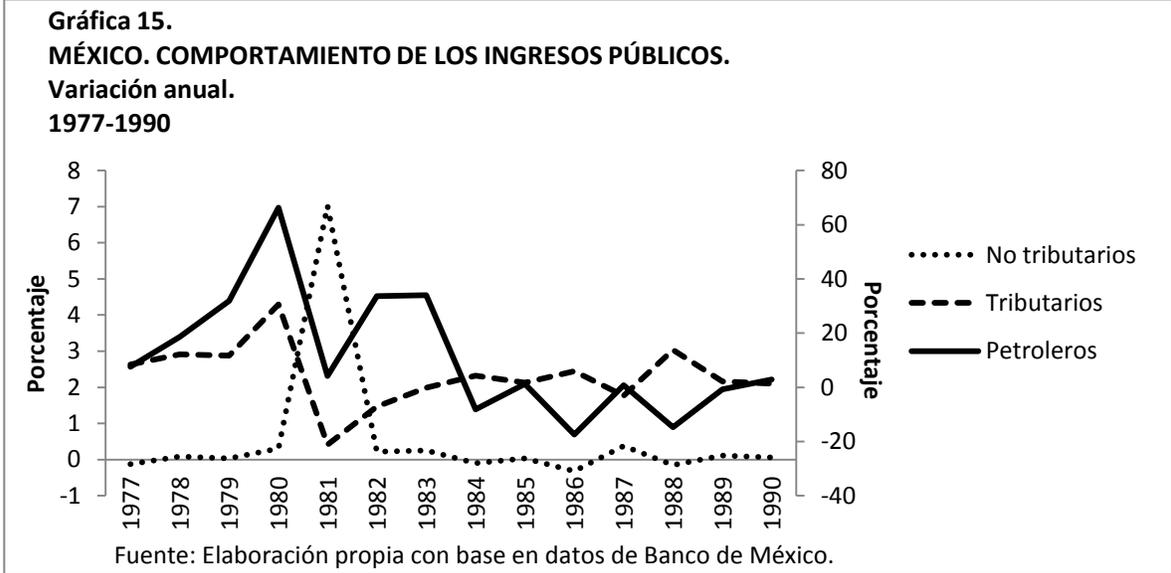
Además, la venta de bancos y empresas públicas abrió espacios de inversión para los capitales externos. Sin embargo, dado el carácter especulativo y de corto plazo, éstos capitales se convirtieron en un fuente generadora de inestabilidad monetario-financiera, y en la medida que una proporción de dichos capitales tuvo como destino la adquisición de activos fijos ya existentes, como los bancos reprivatizados y empresas públicas del sector energético y de la comunicación, su aportación al crecimiento económico fue nula.

### 3.3. Los ingresos públicos y el déficit presupuestario. De la petrolización de los ingresos al ajuste fiscal.

De 1978 a 1981, una alta proporción de los ingresos públicos provenía de las exportaciones de petróleo y de otras actividades vinculadas con la explotación y comercialización de éste (ver Gráfico 14). De tal forma que, la dinámica de la actividad económica y la sostenibilidad del servicio de la elevada deuda externa, así como la relativa estabilidad macroeconómica, dependían de la demanda externa de petróleo y, por tanto, de las variaciones del precio internacional de éste y de las tasas de internas externas.



Después de la caída estrepitosa de los ingresos petroleros a finales de 1981-1982, se observa una recuperación de éstos dentro de los ingresos públicos, los ingresos petroleros cobraron cada vez mayor importancia dentro de los ingresos totales y como proporción del PIB, convirtiéndose éstos en la fuente más importante de recursos para el país para la realización de proyectos de inversión, así como para el logro de la estabilidad macroeconómica, tanto interna, como externa (ver Gráfico 15 y Cuadro 2).



Como parte de las medidas de ajuste que se implementaron durante 1983-1987, se elevaron la tasas de los impuestos indirectos, concretamente el Impuesto al Valor Agregado (IVA), con el propósito de incrementar los ingresos no petroleros; se redujeron las tasas de impuestos directos, en particular la tasa sobre las ganancias de las empresas y sobre la amortización acelerada de los activos fijos, para incentivar la actividad económica. Paralelamente, se inició la simplificación y modernización de la administración fiscal. Por otro lado, se aplicó un reajuste a la alza de los precios y tarifas de los bienes y servicios públicos para corregir los rezagos acumulados. En su conjunto, estas medidas y los incrementos en los salarios nominales por debajo del incremento en los precios, provocaron, por un lado, la contracción de la demanda agregada, como consecuencia del incremento sobre el impuesto del IVA; por el otro, la actividad económica solo

registró una leve recuperación, que se fue desvaneciendo hacia 1986 (Tello, 1990).

**Cuadro 2.**  
**MÉXICO. ESTRUCTURA INGRESOS PÚBLICOS**  
**Porcentaje**  
**1977-1990**

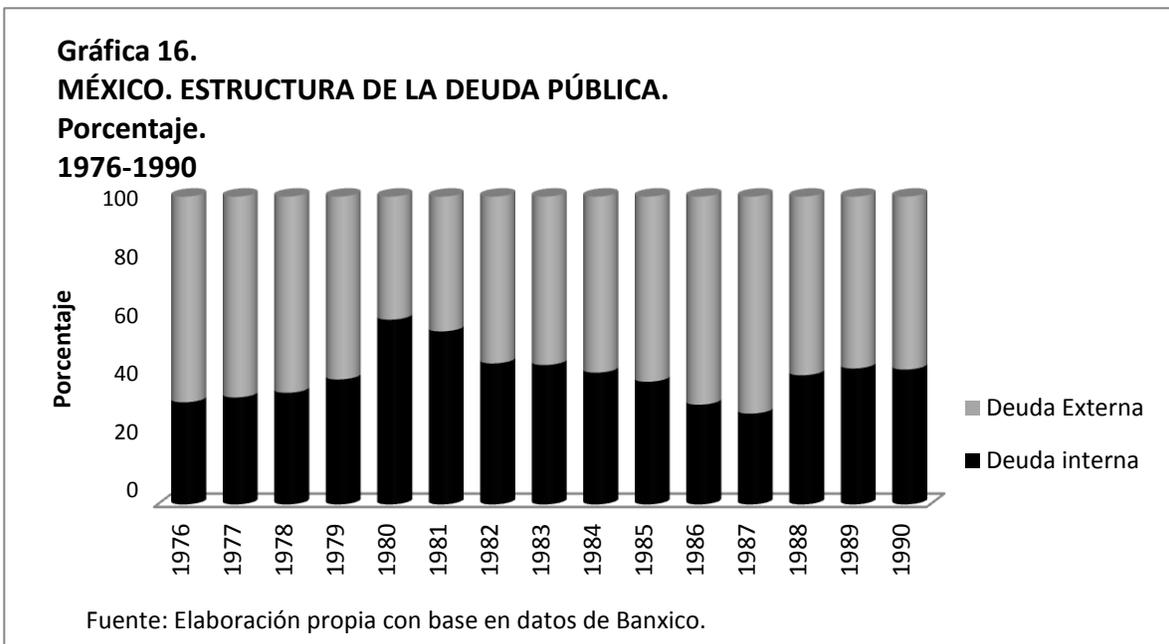
Año	Ingresos totales	Ingresos petroleros	No petroleros	Ingresos no petroleros		
				Tributarios	No Tributarios	Otros ingresos
1977	100	20.01	79.99	44.57	3.48	31.93
1978	100	21.29	78.71	44.67	3.16	30.87
1979	100	25.34	74.66	44.3	2.7	27.67
1980	100	32.28	67.72	40.69	3.04	23.99
1981	100	30.88	69.12	41.09	3.56	24.47
1982	100	40.56	59.44	31.69	3.98	23.77
1983	100	49.87	50.13	27.5	3.23	19.41
1984	100	46.59	53.41	28.3	2.51	22.59
1985	100	46.03	53.97	27.28	2.69	24.00
1986	100	41.82	58.18	29.86	3.07	25.26
1987	100	38.74	61.26	30.75	3.65	26.86
1988	100	32.01	67.99	34.72	6.28	26.99
1989	100	30.26	69.74	37.55	8.01	24.18
1990	100	30.29	69.71	39.63	6.69	23.39

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

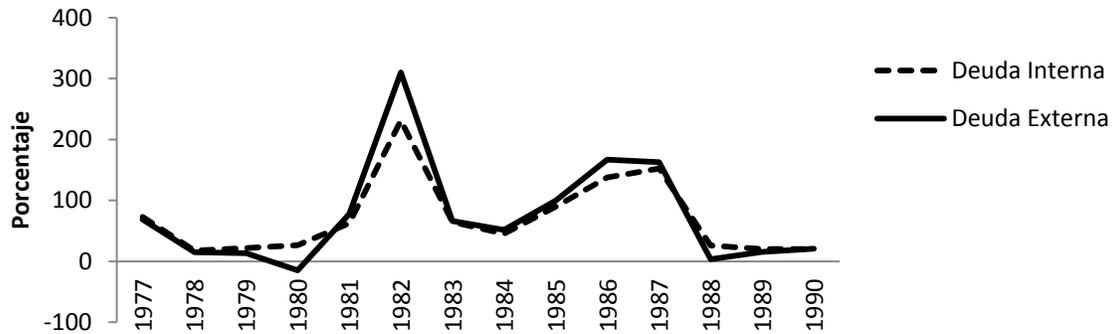
Por otra parte, durante esta etapa el déficit público se comportó de manera diferente a la precedente, ya que presentó tasas de crecimiento menores que en las décadas pasadas, sin embargo por la caída del producto como resultado de la desaceleración económica gracias a la situación internacional y a la tensión política y social interna, la reducción en el crecimiento de los ingresos públicos, la aplicación de medidas de austeridad, y el comienzo de la restricción de créditos del extranjero al gobierno, el déficit representó un mayor porcentaje como proporción del PIB, alcanzando niveles mayores al 14%, sobre todo tras las crisis de 1982 y hacia finales de esta misma década.

### 3.4. La crisis de la deuda externa y la fragilidad de las finanzas públicas.

En un ambiente de bonanza petrolera, el gobierno realizó elevadas colocaciones de Cetes que ofrecían altas tasas de interés y Petrobonos que estaban indexados a las variaciones del precio del petróleo. Estos instrumentos de renta fija se volvieron muy atractivos, en particular para los inversionistas extranjeros y la banca local (López, 2001). De esta forma, a la elevada deuda externa se sumó la colocación de deuda interna (ver Gráfico 16), las cuales siguieron un comportamiento igual (ver Gráfica 17). Sin embargo, a medida que el precio internacional del petróleo empieza a descender desde mediados de 1981, y las tasas de interés externas inician su ascenso a principios de 1982, la economía mexicana entraba en una situación de alta vulnerabilidad externa y fuerte fragilidad financiera. La insostenibilidad de los compromisos financieros con los acreedores externos, la vulnerabilidad del sector externos y la fragilidad de las finanzas públicas condujeron a la economía a la crisis de la deuda externa en el segundo semestre de 1982. México dejó de percibir flujos financieros voluntarios, y los acreedores presionaban al gobierno para que respondiera por sus compromisos financieros. Para contener la fuga de capitales, se devaluó el peso y se recurrió a un préstamo de emergencia del FMI.



**Gráfica 17.**  
**MÉXICO. COMPORTAMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA.**  
**Porcentaje.**  
**1977-1990**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banxico y SHCP.

Para enfrentar la especulación y la fuga de capitales, el gobierno aplicó una política de tasas de interés nominales iguales a las tasas externas más una prima que cubriría el riesgo, la cual se calculaba con base en la tasa de devaluación esperada del peso. Sin embargo, las inconsistencias entre las tasas de interés efectivas y esperadas provocaron que las tasas de interés internas se mantuvieron muy por encima de las internacionales (López, 2001). Ello generó un elevado costo financiero para el país; además de incrementarse los requerimientos de divisas para el pago de la deuda externa. Estas medidas profundizaron la recesión económica y la incertidumbre sobre el comportamiento de las variables macroeconómicas. En el ámbito de la política cambiaria, se mantuvo desde septiembre de 1982 y hasta 1991 un régimen de tipo de cambio dual, esto es, un tipo de cambio libre y otro controlado, otorgando este último para la compra de materias primas y bienes de capital importados, así como al pago del servicio de la deuda (Huerta, 2003).

Las medidas más radicales de reforma de la economía mexicana comenzaron con el Plan Brady en 1988, y la liberalización comercial y financiera que se instrumenta a partir de 1989. Con estas medidas se inicia la segunda etapa de desregulación y liberalización de la economía mexicana; bajo el modelo de una economía abierta, el libre comercio externo y los flujos de capitales externos

pasaron a ser los motores del crecimiento (Perrotini, 2004). De acuerdo con el discurso oficial, el incremento de las exportaciones de manufacturas disminuiría la restricción externa al crecimiento, porque suministran las divisas necesarias para financiar la importación de bienes de capital; lo que a su vez permitirá avanzar en el proceso de industrialización basado en la sustitución de exportaciones. Este argumento se sustenta en la hipótesis que afirma que la apertura comercial eleva la productividad, competitividad y eficiencia de aparato producto en general, y de las exportaciones en particular, debido a que éstas últimas generan economías de escala y externalidades positivas. Facilitando de esta forma, la difusión y aplicación del conocimiento tecnológico, esto es, “aprender haciendo” (*learning by doing*) (Perrotini, 2004).

Las expectativas positivas sobre la decisión del gobierno de alcanzar el balance presupuestario, intensificó la entrada de altos volúmenes de capital externo de corto plazo. Se asumía que dichos flujos elevarían el ahorro nacional, lo que se traduciría casi de inmediato, en financiamiento de la inversión productiva y, por tanto, en crecimiento sostenido del producto y el empleo en el largo plazo (Aspe, 1993). Por otro lado, la apertura de la cuenta de capitales de la balanza de pagos, con la consecuente entrada de enormes volúmenes de capital externo a partir de 1990, atraídos por el éxito en el control de la inflación en un mínimo tiempo, un poco más de un año, pero fundamentalmente por las altas tasas de interés internas en general, y de los bonos gubernamentales en particular, dio un amplio margen de acción a la política monetaria para adoptar la estrategia de estabilización monetaria a través del ancla del tipo de cambio, toda vez que la elevada acumulación de reservas internacionales generada por los flujos de capitales externos de corto plazo, le permitía realizar intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario.

Así, la acumulación de reservas internacionales dejaba de estar determinada por las necesidades de financiamiento gubernamental o de liquidez del mercado financiero. De la misma forma, la política de tasas de interés se rigió por los movimientos de las tasas de interés externas, procurando mantener un

diferencial atractivo para asegurar la entrada de nuevos flujos y la permanencia de los ya existentes en el país. Por otro lado, la entrada de inversión extranjera directa tampoco tuvo un efecto positivo sobre la actividad económica, ya que una alta proporción de ésta tuvo como destino la adquisición de activos fijos ya existentes, a través de la Bolsa Mexicana de Valores, por ejemplo, para la adquisición de acciones de las empresas públicas recién privatizadas. Además, el dinamismo del mercado accionario se explica más por las operaciones del mercado secundario que por la actividad del mercado primario.

Las políticas de desregulación y liberalización del sector externo y del mercado financiero, acompañadas de medidas fiscales y monetarias para alcanzar la estabilidad monetaria y el equilibrio en las finanzas públicas, más que fomentar la actividad económica propiciaron la separación de la actividad financiera de la esfera real de la economía y fomentaron las actividades financieras especulativas. Así, las llamadas reformas estructurales que se implementaron en los primeros dos años, 1989-1990, de Carlos Salinas de Gortari, limitaron el crecimiento y el desarrollo del país, ya que la apertura comercial y la desregulación financiero por sí mismas, como se sostenía, no propiciaron los niveles de inversión productiva que requería la economía para iniciar una tendencia de crecimiento del producto y el empleo sostenible en el mediano y largo plazo (Levy, 2005; Perrotini, 2004).

En general, dada la alta dependencia tecnológica y la profunda desigualdad sectorial y regional de la economía mexicana, que se refleja en la grave desigualdad en la distribución del ingreso, las políticas de desregulación y liberalización de la economía solo podría alcanzar la estabilidad macroeconómica sacrificando el crecimiento económico. Del tal forma que, el éxito en el control de la inflación ha estado acompañado de la caída en la tasa de acumulación de capital y, en consecuencia, de un bajo crecimiento del producto y altas tasas de desempleo (Perrotini, 2004).

### **CAPÍTULO III**

#### **CONSOLIDACIÓN FISCAL Y ESTABILIDAD MONETARIA. POLÍTICA FISCAL PROCÍCLICA Y METAS DE INFLACIÓN EN MÉXICO: 1990-2011**

Para 1987, los desequilibrios estructurales de la economía mexicana habían empeorado, como consecuencia de la fuerte reducción de la demanda agregada provocada de forma explícita por las políticas de ajuste y estabilización macroeconómica. La inflación alcanzó los tres dígitos; el déficit fiscal se incrementó como resultado del nulo crecimiento, y a pesar de los recursos extraordinarios provenientes de la venta de un importante número de empresas públicas; el déficit en la cuenta corriente se elevó debido al incremento de la deuda externa para cumplir con los compromisos financieros con los acreedores internacionales, ya que los recursos provenientes de la venta de las empresas públicas fueron insuficientes para cubrir dichos compromisos, y para financiar las importaciones que crecieron a un mayor ritmo que las exportaciones de manufacturas.

Bajo el modelo de sustitución de importaciones como eje del crecimiento económico adoptado por la administración de Miguel de la Madrid, las políticas de desregulación de la economía, en particular del sector externo y financiero, que se implementaron, se supone elevarían la productividad y competitividad de las exportaciones mexicanas, además de permitirle a la economía adaptarse al nuevo entorno internacional. Los resultados negativos demuestran el carácter contradictorio y los elevados costos económicos y sociales de dichas políticas; de ahí que este periodo se le denominara la “década perdida” en términos de crecimiento económico. Para enfrentar el estancamiento económico, la profundización en la concentración del ingreso y las presiones inflacionarias, el gobierno entrante de Carlos Salinas adopta una política de ingresos para, mediante la estrategia de pactos sobre el control de precios con los principales grupos económico-sociales, estabilizar a la economía. Se suponía que esta estrategia económica heterodoxa, conjuntamente con la acumulación de reservas

internacionales provenientes de los flujos de capital externo de corto plazo, ampliaría el margen de acción del gobierno para encausar el crecimiento hacia una senda estable y sostenida en el largo plazo. A la luz de los hechos, la estrategia no cumplió el objetivo de mediano plazo, pues el establecimiento del control de la inflación como objetivo prioritario se ha logrado mediante la contracción de la demanda interna. Para ello, se ha venido recurriendo a políticas fiscal y monetaria restrictivas que han sacrificado el crecimiento del producto y el empleo para cumplir la meta de inflación fijada por el Banco de México, quien en el ejercicio de su autonomía se desliga de todo compromiso de contribuir con el pleno empleo de los factores productivos.

### **1. La contracción de la demanda interna y la estabilización macroeconómica ortodoxa. El equilibrio fiscal y el control de la inflación *ex-ante*: 1990-2000.**

La primera etapa de la política económica aplicada por la administración de Carlos Salinas de Gortari, consistió en la instrumentación de una política de ingresos heterodoxa basada en pactos con los principales grupos económicos de la sociedad tendientes a romper la inercia inflacionaria. Así, una vez que el gobierno anunciaba el ajuste en el tipo de cambio, en los precios de los servicios subsidiados por el Estado y los incrementos al salario nominal, el resto de los grupos económicos, empresarios, banqueros, etc., realizaban sus ajustes de forma ordenada y apegados a las proyecciones presentadas por la autoridad monetaria.

#### **1.1. Flujos de capital externo, anclaje del tipo de cambio y saneamiento de las finanzas públicas.**

Durante el periodo 1991-1994, se aplicaron bandas cambiarias más o menos amplias en la práctica, dentro de la cual se deslizaba el tipo de cambio. Sin embargo, en la práctica el Banco de México estableció bandas virtuales más estrechas que evitaban que el tipo de cambio tuviera altas fluctuaciones. De esta forma, la autoridad monetaria mantenía fijo el tipo de cambio nominal, con la consiguiente apreciación del peso; es decir, el tipo de cambio se convirtió en el ancla de la política monetaria y, por tanto, en el principal mecanismo para

controlar la inflación. El mantenimiento de esta estrategia de bandas cambiarias se sostenía en la elevada acumulación de reservas internacionales alimentada por los flujos de capitales externos de corto plazo que se empiezan a registrar hacia mediados de 1989 (Turrent, 2007).

La renegociación de la deuda externa a través del Plan Brady, mediante el canje de deuda externa mexicana por bonos del gobierno, permitió que el sistema financiero mexicano se insertara nuevamente en los mercados financieros internacionales. Por su parte, la continuación y profundización de la liberación y desregulación del sistema financiero y la venta de bancos y empresas públicas fueron factores fundamentales para consolidar los cambios estructurales tendientes a eliminar la intervención del Estado en la economía y, por tanto, fortalecer el libre juego de las fuerzas del mercado (Levy, 2010).

En 1993, el gobierno acelera las reformas al marco constitucional que venía rigiendo la participación institucional del Estado en la economía; una de estas reformas fue la del artículo 28 de la Constitución, mediante la cual se dota de autonomía al Banco de México en el ejercicio de sus funciones y administración. Bajo este nuevo marco normativo, el Banco de México establece como objetivo prioritario el control de la inflación, para mantener el poder adquisitivo de la moneda nacional y el buen funcionamiento del sistema de pagos, dejando de lado su compromiso de coadyuvar con el crecimiento del producto y el empleo (Cabrera, 2010).

La liberalización de la cuenta de capitales atrajo abundantes flujos de capitales de cartera, que se suponía incrementarían el ahorro nacional y, en consecuencia, el financiamiento del crecimiento económico y la expansión y modernización de la capacidad productiva del país. Para ello, era necesario concluir el proceso de privatización de empresas públicas y reformar el marco normativo y regulatorio para permitir el libre acceso de la inversión extranjera a las actividades productivas y financieras nacionales. Por otro lado, era necesario alcanzar el equilibrio fiscal para evitar presiones inflacionarias que

desincentivarían la entrada de la inversión extranjera de cartera y directa. Respecto a esto último, la política de tasas de interés cumplió un papel clave al mantener altas tasas de interés comparadas con las tasas de interés externas; basta señalar que las tasas de interés de los bonos públicos del gobierno mexicano durante todo el periodo de 1990-2011, se mantuvieron muy por arriba de las tasas Libor y la de los bonos del tesoro de los Estados Unidos de Norteamérica (Ver Cuadros 1y 2).

Bajo un sistema financiero desregulado con libre movilidad de capitales, la economía mexicana se convertía hacia 1990, en un mercado de capitales emergente. El incremento de la liquidez que generó la entrada de capitales de

**Cuadro 1.**  
**MÉXICO. TASAS DE INTERÉS NOMINALES**  
**1990-2011**

Año	CETES (28 días)	Libor (1mes) a/	T-bonds b/
1990	34.75	7.92	8.10
1991	19.27	4.61	5.90
1992	15.62	3.64	3.80
1993	14.93	3.37	3.20
1994	14.10	4.74	4.70
1995	48.44	6.04	5.90
1996	31.39	5.51	5.40
1997	19.80	5.76	5.60
1998	24.76	5.58	5.30
1999	21.41	5.41	5.20
2000	15.24	6.53	6.30
2001	11.31	3.78	3.60
2002	7.09	1.79	1.70
2003	6.23	1.22	1.10
2004	6.82	1.62	1.50
2005	9.20	3.56	3.40
2006	7.19	5.19	5.00
2007	7.19	5.30	5.00
2008	7.68	2.91	2.10
2009	5.43	0.69	0.30
2010	4.40	0.34	0.20
2011	4.24	0.34	0.04

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

a/ London Interbank Offered Rate, nominal, promedio anual.

b/ Tasa de interés de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos a un mes, promedio anual.

**Cuadro 2.**  
**MÉXICO. INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS**  
**1990-2011**

Año	Inflación	Tasa de interés	Tipo de cambio nominal
1990	29.19	34.75	2.94
1991	10.97	19.27	3.07
1992	10.56	15.62	3.11
1993	4.61	14.93	3.1
1994	9.07	14.1	4.01
1995	59.5	48.44	7.63
1996	25.33	31.39	7.85
1997	10.5	19.8	8.06
1998	17.45	24.76	9.9
1999	12.46	21.41	9.49
2000	6.37	15.24	9.62
2001	1.3	11.31	9.14
2002	9.23	7.09	10.38
2003	6.76	6.23	11.23
2004	8.03	6.82	11.15
2005	3.37	9.2	10.63
2006	7.31	7.19	10.8
2007	5.41	7.19	10.92
2008	7.8	7.68	13.76
2009	4.15	5.43	12.89
2010	4.74	4.4	12.65
2011p/	3.82	4.24	12.48

Fuente: Elaboración propia con base en datos de INEGI.

p/ Para 2011, la cifra es preliminar

corto plazo, y la reducción de las tasas de interés reales a medida que disminuye la tasa de inflación, incentivaron la expansión del crédito bancario hacia el sector privado, en particular el crédito a las familias para financiar consumo y adquisición de vivienda. Si bien este tipo de crédito es altamente riesgoso porque su pago depende de los ingresos corrientes de los prestatarios, lo cual se complica cuando el crecimiento económico y el empleo son bajos, para los bancos es muy atractivo debido a su baja elasticidad respecto a las variaciones de la tasa de interés. De hecho, los elevados márgenes de rentabilidad de los bancos provienen de las altas tasas de interés que se cobran por este tipo de crédito y de las comisiones y gastos de administración que se cobran por ello (Levy, 2001; Ortíz, 2011).

Los amplios diferenciales de tasas de interés mantuvieron una entrada permanente de flujos de capitales externos de corto plazo, excepto en 1995-1996, debido a la crisis cambiario financiera. Bajo este marco, la estabilidad cambiaria estaba garantizada por la acumulación de reservas internacionales; sin embargo, esta estrategia implicaba un elevado margen de sobrevaluación del tipo de cambio, lo que a su vez estaba gestando una elevada fragilidad financiera, dada la expansión del crédito bancario, el lento crecimiento y el elevado índice de cartera vencida que se observa a partir de 1993, así como una alta vulnerabilidad de la economía mexicana a los choques externos. Situación que lleva, en diciembre de 1994, a los especuladores a presionar la devaluación del peso. Al igual que en 1976, 1982 y 1987, a finales de 1994 y principios de 1995, la fuga de capitales reduce drásticamente las reservas internacionales y el sistema financiero, en especial el sistema bancario, entra en un grave problema de insolvencia.

La drástica reducción de la inflación hacia 1990, conjuntamente con las desregulación de la economía, generó un ambiente de expectativas positivas sobre el comportamiento de la economía mexicana. De tal forma que, el dinamismo del crecimiento económico y el efecto positivo que generaba el tipo de cambio sobrevaluado sobre el precio relativo de las mismas, condujeron a un incremento de las importaciones durante los años 1989-1993, por arriba de las exportaciones. Ello deterioró el déficit de la balanza comercial. Sin embargo, hacia mediados de 1993 se manifiestan signos de debilidad del crecimiento económico y un elevado déficit externo, así como indicadores financieros preocupantes, como el elevado índice de cartera vencida (Ortiz, 2011).

## **1.2. El tránsito hacia la implementación del modelo macroeconómico de metas de inflación.**

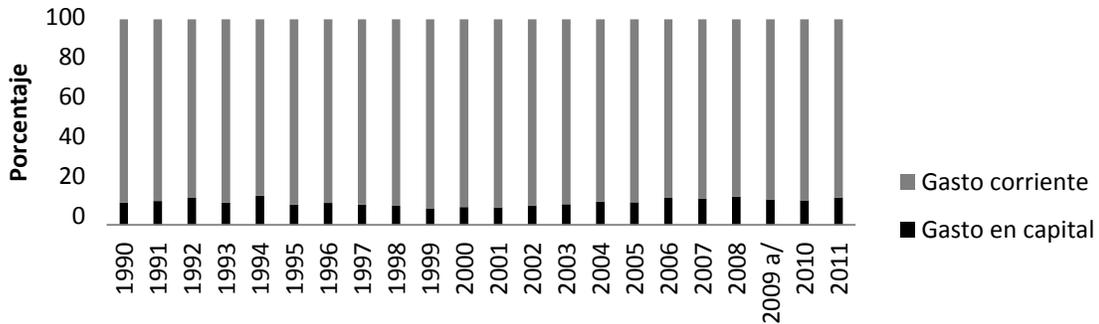
La estrategia de estabilidad y consolidación fiscal implementada durante el sexenio 1988-1994, finaliza con la fuga de capitales que concluye con la devaluación del peso en diciembre de 1994. A la crisis cambiario-financiera le siguió una fuerte recesión económica y un elevado déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. El incremento en las tasas de interés no fue suficiente para

revertir la salida de capitales. Por el contrario, quedo al descubierto que la creciente liquidez que se registró 1990-1993 dependió de la entrada de capital externo, los cuales son altamente volátiles. Así mismo, quedó demostrado que un incremento en las tasas de interés no aseguran su permanencia o reversión de su salida, si las expectativas sobre el comportamiento de los fundamentales de la economía son inciertos (Levy, 2005). En este sentido, dicha crisis fue el primer aviso de la vulnerabilidad y fragilidad financiera que puede generar un sistema financiero desregulado, cuya expansión del crédito a las familias superó la generación de ingresos, debido a que los flujos de capitales externos y el financiamiento bancario mantuvieron un vínculo muy débil con la actividad económica real.

Después de la crisis de 1994-1995, se alentó la entrada de inversión extranjera directa, sin descuidar la entrada de flujos de capitales de cartera, para lo cual se mantuvieron los altos diferenciales de tasas de interés internas y externas (ver Cuadro 1 y 2). Así mismo, se reforzó la estrategia de exportación de manufacturas, y se mantuvo la política de anclaje del tipo de cambio y, por ende, la sobrevaluación del tipo de cambio real. De esta forma se aseguraba la estabilidad monetaria, la acumulación de reservas internacionales y el financiamiento del déficit de la cuenta corriente (Levy, 2010).

En cuanto a la política fiscal, se mantuvo el objetivo de equilibrio en las finanzas públicas mediante la recortes al gasto programable del gobierno federal, la venta de empresas paraestatales, el acceso al capital extranjero a la propiedad de los bancos más grandes, el incrementó el impuesto del Valor Agregado (IVA), que pasó del 10% al 15% (Santaella, 2000). Para el periodo 1990-2000, el gasto de capital osciló entre el 8 y 11%, del gasto total, mientras que el gasto corriente representa el 90% del total (ver Gráfico 1). Cabe señalar que en el gasto corriente se incluyen los programas de rescate bancario de 1994-1996, así como los de rescate carreteros.

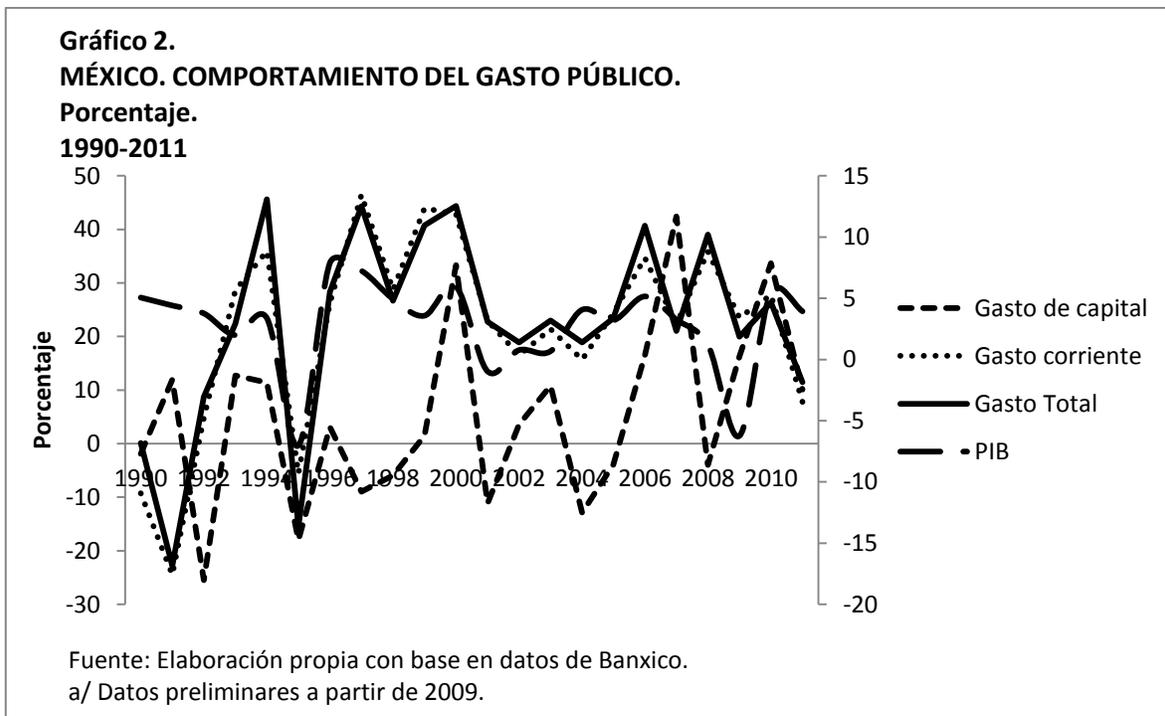
**Gráfico 1.**  
**MÉXICO. ESTRUCTURA DEL GASTO PÚBLICO.**  
**Porcentaje.**  
**1990-2011**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de INEGI.  
a/ Cifras revisadas a partir de la fecha indicada.

Si bien la estructura del gasto público se ha mantenido constante, su comportamiento fue altamente irregular durante el periodo 1990-2011. En la primera mitad de la década de los noventa, el gasto de capital apenas alcanzó tasas de crecimiento real de 2%; tras la crisis financiera y cambiaria de 1995, después de caer en un 18%, observa fuertes fluctuaciones. Por su parte, el gasto corriente presenta una menor volatilidad, para la segunda mitad de la década de los años 2000, muestra una tendencia creciente como resultado del impulso a programas sociales, incrementos a los sueldos de funcionarios del sector público, y paquetes de rescate financiero, entre otros (Ver gráfico 2).

En 1995, tras la crisis cambiario-financiera el Banco de México abandona las bandas cambiarias para establecer un régimen de flotación, pues las reservas internacionales prácticamente quedaron en cero. Se asumía que el régimen de flotación daría mayor credibilidad y confianza a los agentes económicos, ante el ambiente de incertidumbre en el que se encontraba la economía. La adopción de este régimen cambiario incluyó cuatro elementos fundamentales: a) un objetivo de inflación anual, b) una regla que asegurará en todo tiempo que la oferta de dinero estaría en concordancia con la demanda de dinero, pero sin exceder un cierto límite, c) la posibilidad de restringir discrecionalmente la política monetaria en caso necesario, y d) la implantación de metas trimestrales mínimas de acumulación de



reservas, y máximas para la expansión del crédito interno del Banco de México (Turrent, 2007). Paralelamente, y hasta finales de 1997, la autoridad monetaria utilizó el corto monetario como un instrumento adicional de la política monetaria para enviar señales al mercado sobre su posición. Mediante este instrumento se establecía un balance nulo de las reservas de las instituciones financieras, y en caso de sobregiro por parte de éstas, serían penalizadas con una tasa equivalente al doble de los Cetes, la cual se mantuvo en un promedio de 26.84%, durante la segunda mitad de los noventa. Así, el Banco de México controlaba directamente la base monetaria y el nivel de las tasas de interés, mediante el aumento o disminución de los montos requeridos de la reservas (Galindo y Ros, 2006). Cabe mencionar que en la práctica, el Banco de México no dejó flotar libremente al tipo de cambio, ya que a partir de 1996, de forma no declarada estableció una banda cambiaria amplia para evitar fluctuaciones bruscas que se traspasaran a los precios. Ello fue un reconocimiento implícito de que el tipo de cambio es el principal mecanismo de transmisión de la política monetaria en México, debido a la alta dependencia tecnológica de su aparato productivo. En consecuencia, el tipo de cambio siguió desempeñando el papel de ancla de la economía.

A finales de 1997, el corto monetario dejó de ser eficiente debido a que el control de los agregados monetarios, como principal instrumento para calcular la trayectoria de la base monetaria, dejó de influir en el comportamiento de la inflación. Según el Banco de México, la evidencia empírica mostraba que el crecimiento en los precios no era consecuencia de una política monetaria expansiva, sino de choques generados por movimientos imprevistos en el tipo de cambio, salarios y otros precios (Banxico, 2001). Además, se reconocía que la creación de dinero bancario a través de la expansión del crédito, elevaba la liquidez en la economía.

El proceso de transición al régimen de metas de inflación se aceleró en 1999, cuando el Banco de México anunció un objetivo de inflación a mediano plazo basado en el Índice de Precios al Consumidor. En 2001, la Junta de Gobierno del Banco de México fijó una meta de inflación de mediano plazo del  $3\% \pm 1$ , para finales del 2003. Así mismo, a partir de 2001, el instituto emisor empieza a publicar reportes trimestrales sobre la evolución de la inflación y se crea el Índice de Inflación Subyacente (Galindo y Ros, 2006; Turrent, 2007). En 2000, previo a la adopción completa del modelo macroeconómico de metas de inflación, se establece el Programa Monetario para 2000, que tenía como objetivo fortalecer la comunicación e información entre el banco central y los agentes económicos, para hacer más eficientes los métodos adoptados por aquél para el control de los precios. Siendo estrictos, desde 1996 la política monetaria se venía operando de acuerdo con algunas tesis del modelo macroeconómico de metas de inflación.

En cuanto a la política fiscal, a partir de 1995 su carácter restrictivo se endureció a pesar de drástica caída de la actividad económica. Si bien en 1997, la postura fiscal se relaja ligeramente, el gasto público total no registró incrementos sustanciales. Aunque el gasto corriente registró un ligero incremento; siendo una alta proporción de dicho incremento destinada a los programas de rescate financiero, y una menor proporción a programas sociales focalizados. Por su parte, el gasto en capital se mantuvo bajo; de tal forma que el incremento del gasto

público total no generó efectos positivos ni en el crecimiento del producto y el empleo ni en la formación bruta de capital fijo.

## **2. La consolidación fiscal y estabilidad cambiario-monetaria. Finanzas públicas sanas y bajo crecimiento económico: 2001-2011.**

Como mencionamos anteriormente, en 2001 el Banco de México adopta oficialmente el esquema de metas de inflación para conducir y operar la política monetaria. Para ello, el Banco de México determina una meta de largo plazo para la política monetaria, donde el indicador oficial para medir la evolución de los precios y ponderar esta meta es el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), y se establece un intervalo de  $\pm 1$  un punto porcentual, dentro del cual la meta de inflación podría fluctuar. Por último, se anunció la publicación de un calendario anual donde se anunciarían las medidas de política monetaria, con el propósito de transmitir información sobre los resultados obtenidos y el comportamiento de los fundamentales macroeconómicos. Todo ello daría mayor información confiable para la toma de decisiones de los agentes económicos y, por tanto, credibilidad sobre las decisiones de la autoridad monetaria. En general, se asumía que el esquema de metas de inflación generaría un ambiente de certidumbre y confianza.

### **2.1. El trilema de la política monetaria y la intervención esterilizada en el mercado cambiario.**

De acuerdo con la visión ortodoxa, en un marco de libre movilidad de capitales la política monetaria se enfrenta a una inconsistencia o triada imposible, porque la autoridad monetaria no puede controlar simultáneamente la tasa de interés y el tipo de cambio con libre movilidad de capitales. Según algunos análisis heterodoxos (Bofinger y Wollmershaeuser, 2001; Hüfner, 2004), esta paradoja puede ser superada si el Banco Central mantiene una elevada acumulación de reservas internacionales, lo cual es posible en el contexto de la globalización de los mercados financieros. Este ha sido el mecanismo que han aplicado las

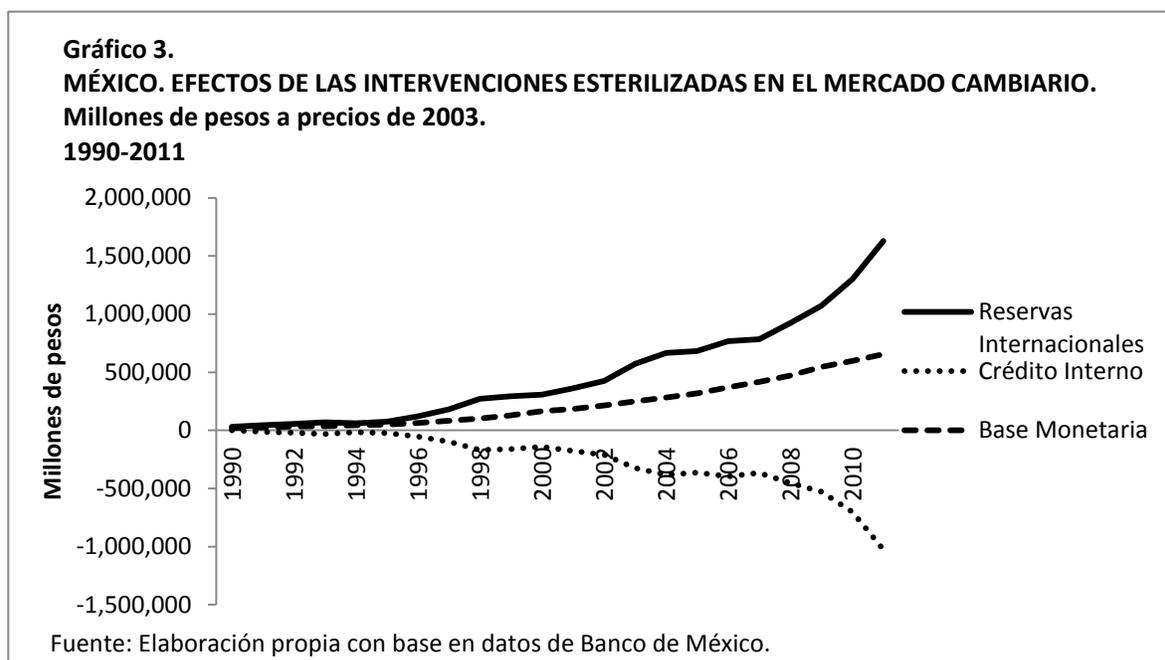
economías en desarrollo y emergentes que han adoptado el esquema de metas de inflación. En estos casos, sus bancos centrales compran el exceso de oferta de divisas al mismo tiempo que controlan la tasa de interés mediante intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario, para eliminar el impacto monetario que genera dicha intervención. Sin embargo, la esterilización tiene un costo fiscal que equivale al grado de endeudamiento interno o la capacidad que tenga para obtener financiamiento externo (Frenkel, 2006 en Mántey, 2010).

La intervención esterilizada en el mercado cambiario se realiza mediante la contracción o expansión del crédito interno neto del Banco Central, según se haya expandido o contraído la oferta monetaria como consecuencia de la compra o venta de dólares de la reserva del Banco Central (Ampudia, 2010). Este proceso se divide en dos etapas. En la primera etapa el Banco Central compra el excedente de moneda extranjera (divisas) que ingresan al país por las exportaciones, las remesas, el turismo o la inversión extranjera en cartera. Este flujo de divisas influye en la determinación del tipo de cambio y en sus variaciones. En la segunda etapa, el Banco Central emite valores gubernamentales, mediante operaciones de mercado abierto, para esterilizar la monetización del excedente de oferta de moneda extranjera. De esta forma se evita que los flujos de capital externo de corto plazo provoquen variaciones abruptas en el tipo de cambio, y en la medida que el tipo de cambio se mantiene estable el nivel de precios general se estabiliza. Por otro parte, el Banco Central fija la tasa de interés en un nivel por arriba de la tasas externas, de tal forma que el diferencial entre ambas le asegure la permanencia de los flujos existentes en el país y la entrada de nuevos flujos, ya que para sostener las operaciones de esterilización en el mercado cambiario se requiere de una elevada acumulación de reservas internacionales para enfrentar posibles ataques especulativos sobre la moneda local.

En el caso de la economía mexicana, en el Gráfico 3 se confirman la realización de intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario por parte del Banco de México. A medida que las reservas internacionales se incrementan, el Banco de México contrae el crédito interno neto al sector público, llegando a ser

incluso negativo, para controlar las variaciones en la base monetaria. La estabilidad de ésta permite mantener una tasa de interés objetivo, la cual estará determinada por el incremento del ingreso real y la tasa de inflación. Así, mediante las operaciones de mercado abierto (compra/venta de valores gubernamentales) el Banco de México determina el nivel de liquidez en la economía, que de acuerdo con el modelo macroeconómico de metas de inflación, asegura un nivel de producto potencial con una tasa natural de desempleo, y el nivel de precios deseado.

La apertura de la cuenta de capitales y los atractivos diferenciales de tasas de interés ha jugado un papel fundamental en la acumulación de reservas internacionales, ya que la entrada permanente de flujos de capital de corto plazo ha permitido mantener la estabilidad del tipo de cambio y, por tanto, cumplir con la meta de inflación fijada. Sin embargo, este mecanismo para asegurar la estabilidad monetaria ha generado elevados costos fiscales y económicos.



En el primer caso, el costo se deriva de la elevada deuda interna que implican las operaciones de esterilización; en tanto que los costos económicos se relacionan con el bajo nivel de la demanda agregada que impone el esquema de

metas de inflación, para que la demanda no rebase la supuesta brecha producto. Así, el cumplimiento de la meta de inflación ha conducido a la economía a un bajo crecimiento del producto y el empleo, además del elevado costo financiero que representa el pago de interés por la acumulación de reservas internacionales, las cuales podrían tener un destino productivo.

En investigaciones empíricas recientes para el caso de México (Chapoy, 2005; Mántey, 2010; Perrotini, 2010) se demuestra que el Banco de México no ha abandonado al tipo de cambio como ancla nominal de la inflación, como lo ha declarado oficialmente éste. Ello es un reconocimiento implícito de que el tipo de cambio es el principal canal de transmisión de la inflación; de ahí el “miedo a flotar”. En este sentido, es evidente que la aplicación del esquema de metas de inflación no se apega a lo establecido en el marco teórico que lo sustenta, ya que se mantienen un régimen cambiario fijo o administrado a través de las intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario.

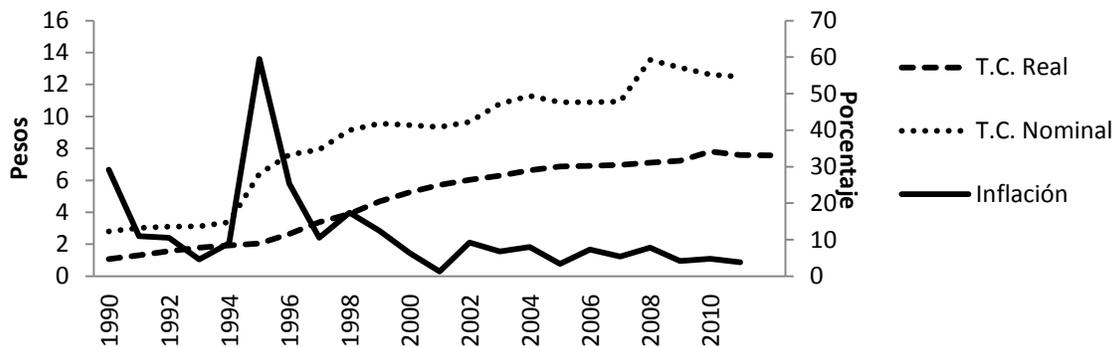
En la Gráfica 3 se muestra que durante 1993-1994 el tipo de cambio real mantenía un elevado porcentaje de apreciación. A partir de 2001, cuando se adopta de forma completa el esquema de metas de inflación, el tipo de cambio real vuelve a registrar un considerable margen de apreciación, a excepción de los años 2004-2007. A partir de 1996 la inflación inicia una reducción, tendencia que se acelera en 1999, lo que coincide con la instrumentación de algunas medidas del modelo de metas de inflación, como el establecimiento de bandas de inflación que se fueron reduciendo entre estos dos años. La relación entre la apreciación del tipo de cambio real y la reducción de la inflación demuestra que el tipo de cambio es el principal mecanismo de transmisión de la inflación. En la última década, la tasa de inflación se ha mantenido en un 5%, en promedio anual, con mínimos de 3% y máximos de 9.23% en el 2003 (ver Gráficos 4 y 5).

**Gráfico 4.**  
**MÉXICO. COMPORTAMIENTO DEL TIPO DE CAMBIO.**  
**1990-2011**



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

**Gráfica 5.**  
**MÉXICO. MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA.**  
**1990-2011**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banxico.

a/ Datos preliminares para 2011.

## 2.2. El mecanismo de transmisión de la política monetaria y la estabilidad cambiario-monetaria.

De acuerdo a lo expuesto en el Capítulo I de este trabajo, el modelo macroeconómico de metas de inflación parte de cuatro supuestos: a) que la demanda agregada es función inversa de la tasa de interés real y del tipo de cambio real; b) que la inflación se produce por presiones de demanda; c) que el Banco Central, siendo totalmente autónomo, optimiza una función de costo social,

donde el desempleo y la brecha de producto juegan un papel importante; y d) que el régimen cambiario es de libre flotación, lo que supone a su vez que se cumplen las condiciones de paridad descubierta de las tasas de interés y la paridad de poder de compra, siendo ésta el ancla nominal de la inflación (Mántey, 2010).

Dado que la política monetaria de metas de inflación asume que el régimen cambiario debe ser de tipo de cambio flotante y que el Banco Central es autónomo, las hojas de balance deben ser mínimas; esto es, se debe mantener un bajo monto de las reservas internacionales, para que los bancos centrales operen con verdadera independencia (Toporowski, 2011). De acuerdo con este marco, el mecanismo de transmisión de la política monetaria va de la tasa de interés fijada por el Banco Central a los precios. Ahora bien, el nivel de la tasa de interés se fija de acuerdo con las expectativas sobre la inflación futura calculada por el Banco Central; dichas expectativas a su vez determinan las variaciones del tipo de cambio y de la brecha producto. En consecuencia, la tasa de interés es el único instrumento para conducir la política monetaria, según el modelo macroeconómico de metas de inflación, porque la tasa de interés determina la inflación; es decir, la relación de causalidad va de la tasa de interés a los precios. .

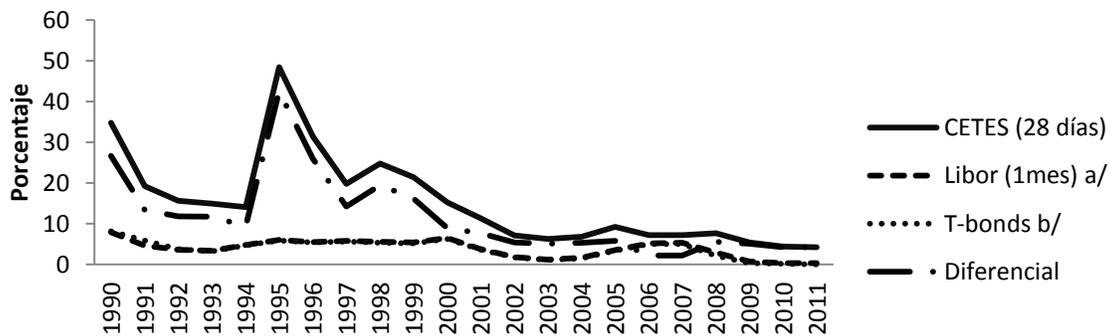
Respecto a esto último, la evidencia empírica muestra que en economías pequeñas y abiertas con alta dependencia tecnológica, como la mexicana, el tipo de cambio es el principal canal de transmisión de la política monetaria (Mántey, 2010). De tal forma que, la relación causal va del tipo de cambio a la tasa de interés, y de ahí al nivel general de precios. Ello explica que el Banco de México realice intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario para evitar fluctuaciones bruscas del tipo de cambio. Entonces, la operación de la política monetaria de metas de inflación se sostiene en un régimen de tipo de cambio fijo o administrado, contrario a lo establecido por el modelo macroeconómico de metas de inflación que establece que el régimen cambiario deber ser flotante. En consecuencia, el Banco de México opera la política monetaria e través de dos instrumentos, el tipo de cambio y la tasa de interés, que actúan independientemente, para alcanzar la meta de inflación.

Por otro lado, se ha demostrado (Bofinger y Wollmershaeuser, 2001; Hüfner, 2004), que el principio de la paridad descubierta de tasas de interés no se cumple, debido a que los activos financieros internacionales no sólo están determinados por los diferenciales de tasas de interés, sino también por factores como los fundamentales macroeconómicos, riesgo de tipo de cambio y la estabilidad político-social de las economías receptoras. El incumplimiento del supuesto de paridad descubierta de tasas de interés obliga a los bancos centrales de las economías en desarrollo y emergentes a utilizar la intervención esterilizada en el mercado de cambios para regular el tipo de cambio, y las operaciones de mercado abierto para regular la tasa de interés (Mántey, 2011). En otras palabras, utilizan de forma independiente dos instrumentos operativos para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación.

En el Grafico 6 se muestra que la tasa de los CETES a 28 días se ha mantenido por arriba de las tasas LIBOR y la tasa T-bonds; incluso en los años 2008-2010, cuando la tasas en los Estados Unidos de Norteamérica han registrado una fuerte reducción para inducir la recuperación de la actividad económica. Contrario a ello, y a pesar de la reducción de la inflación, el Banco de México ha optado por la aplicación de una política monetaria restrictiva, para mantener la entrada de capitales externos. Ello, aunado a la instrumentación de una política fiscal pro-cíclica, ha mantenido a la economía en un bajo crecimiento.

Como vemos, el modelo macroeconómico de metas de inflación desconoce las características estructurales de las economías de los países en desarrollo y emergentes con fuerte dependencia tecnológica, como que: el principal canal de transmisión de la política monetaria es el tipo de cambio; una estructura del mercado laboral imperfecta y segmentada; un mercado bancario oligopólico y un mercado de capitales moderno pero poco profundo (Perrotini, 2010). En cuanto al mercado de trabajo, la inexistencia del pleno empleo del factor trabajo, el crecimiento en las remuneraciones a los trabajadores calificados y no calificados no generan presiones inflacionarias significativas. Además, el rasgo común de estas economías es la presencia de capacidad productiva existente no utilizada;

**Gráfico 6.**  
**MÉXICO. COMPARACIÓN DE TASAS DE INTERÉS NOMINALES.**  
**1990-2011**



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

de ahí que una expansión de la demanda agregada no necesariamente provoca presiones inflacionarias. En segundo lugar, la dependencia tecnológica impide que funcione el canal de transmisión de la tasa de interés. Si bien las importaciones de bienes representan menos de la mitad del producto interno bruto de estas economías, la elasticidad de la inflación respecto a la depreciación del tipo de cambio es muy alta. De ahí que, cuando el país enfrenta un fuerte déficit en la balanza comercial, la expansión de la demanda agregada y, por ende, de la actividad económica, la inflación se eleva, lo que obliga a devaluar su moneda para reducir el déficit en la balanza comercial. En tercer lugar, la poca profundidad del mercado bursátil y la posición oligopólica del sector bancario explica que el mecanismo de transmisión de la tasa de interés sea poco relevante. De ahí que el tipo de cambio influyen en mayor medida en las decisiones de gasto de los agentes económicos, ya que éste es el principal mecanismo de transmisión de la inflación (López, 2010).

### **2.3. La consolidación fiscal y el crecimiento económico: La demanda externa vs demanda interna.**

El mantenimiento de amplios diferenciales de tasas de interés con el exterior para incentivar la entrada de flujos de capital externo de corto plazo, ha permitido al Banco de México mantener la estabilidad de tipo de cambio nominal,

con la consecuente a apreciación del tipo de cambio real, a través de la intervención esterilizada en el mercado de cambios. Sin embargo, el control de la inflación mediante este mecanismo genera riesgo sistémicos y resta competitividad a la producción doméstica y agrava la restricción externa al crecimiento (Mántey, 2010). Por otro lado, el cumplimiento del objetivo de mantener un déficit fiscal bajo o finanzas públicas en equilibrio se ha convertido en una fuerte limitante para el crecimiento económico. Con el argumento teórico ortodoxo de que el incremento del gasto público deficitario desplaza la inversión privada, eleva las tasas de interés y genera presiones inflacionarias, el gobierno mexicano ha venido aplicando durante la última década, medidas fiscales procíclicas que impiden que la actividad económica y el empleo mantenga un ritmo de crecimiento estable y sostenido.

Algunos países que han adoptado el esquema de metas de inflación, y que han utilizado la consolidación fiscal como herramienta para contener los precios, han tenido que suspender la aplicación de ésta última, por su efectos adversos sobre el crecimiento económico en el corto y largo plazo han interrumpido rápidamente ésta estrategia, debido a las consecuencias adversas al crecimiento en el corto y largo plazo (Arestis, *et. al*, 2007). No obstante ello, se reconoce que, bajo ciertas circunstancias, algunos casos de países que han aplicado esquemas de inflación con consolidación fiscal han sido exitosos. Dichas circunstancias se refieren a que la consolidación fiscal genere un incremento en el producto y el empleo, esto es, una expansión en la demanda agregada; ello implica la adopción de un plan para reducir el déficit fiscal sin contraer la demanda agregada (Arestis, *et. al*, 2007).

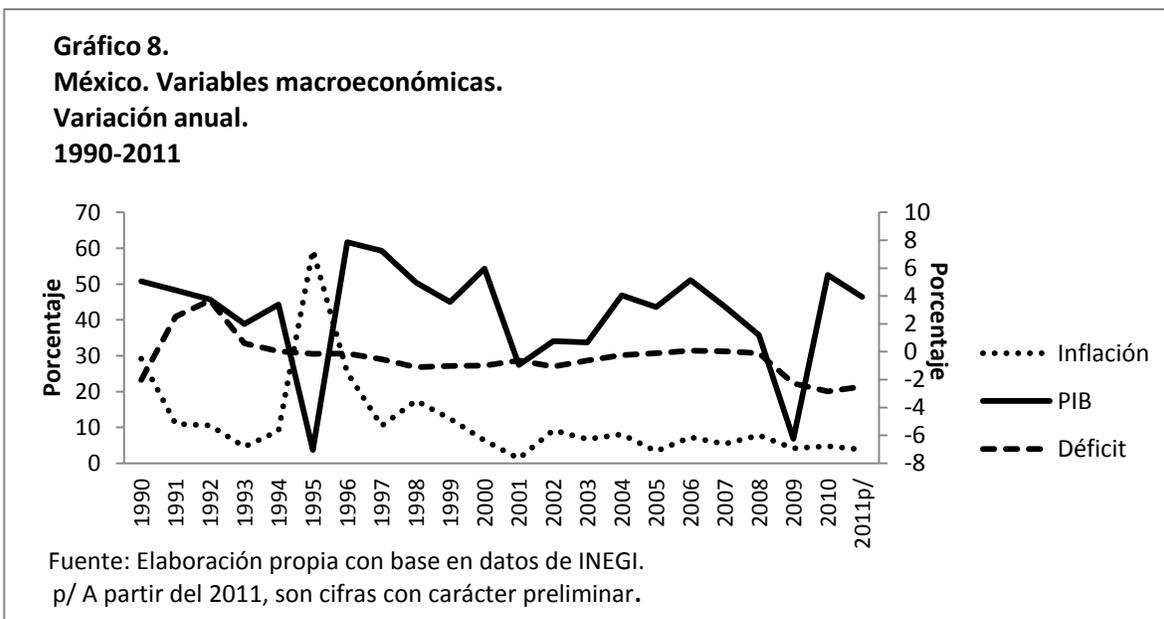
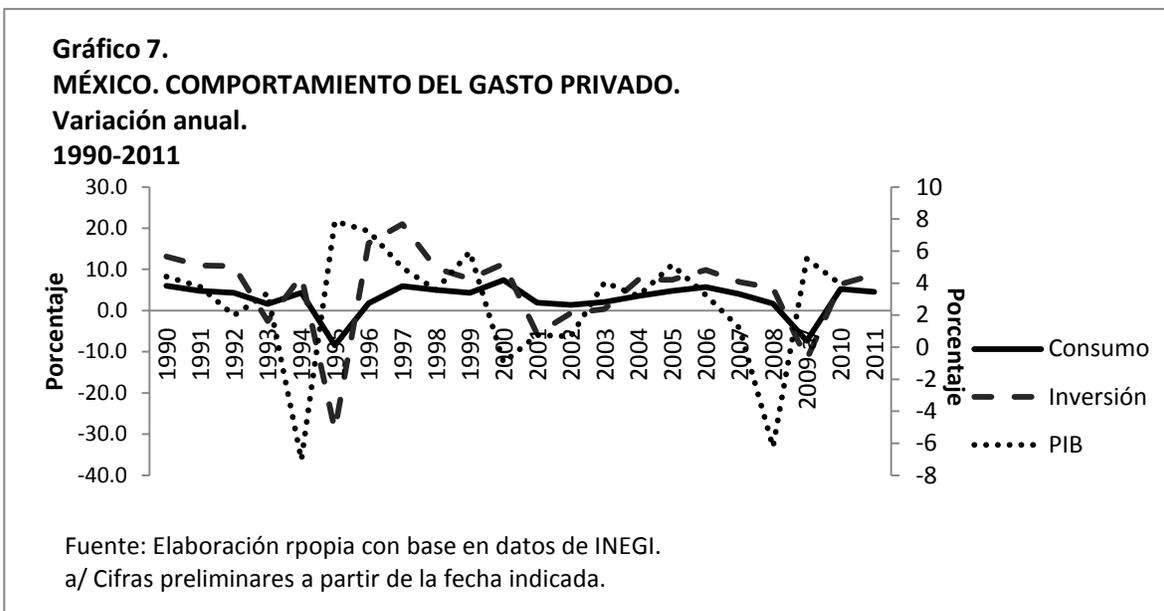
La demanda agregada total está compuesta por la demanda interna y la demanda externa, si la primera se contrae porque el gobierno reduce el gasto público para hacer bajar de esta forma, el déficit público, la única posibilidad de que se alcance la consolidación fiscal dependerá de que la demanda externa, las exportaciones del país en cuestión, se mantenga constante y/o se eleve. Entonces, el éxito o fracaso de la consolidación fiscal dependerá de los

movimientos de la demanda interna y la demanda de exportaciones, así como de la compensación entre ambas. Por ejemplo, si la demanda interna cae pero las exportaciones mantienen su crecimiento, es probable que la consolidación fiscal se mantenga durante el tiempo que se mantenga el crecimiento de las exportaciones. Por el contrario, si la demanda agregada total se contrae porque se reduce tanto la demanda interna como la externa, inmediatamente se elevará el déficit fiscal, debido a que el gasto privado en inversión y consumo se contrae, y con ello el empleo y la base tributaria.

Bajo el esquema de metas de inflación, la política fiscal está subordinada al cumplimiento de la meta de inflación, y limitada para establecer sus propios objetivos debido al uso de la deuda pública interna con fines de estabilización monetaria que implican las operaciones de esterilización en el mercado cambiario. Así, mientras el gasto público deficitario se contrae para lograr la consolidación fiscal, mediante la contracción de la demanda interna, con la consecuente caída de los ingresos públicos, el déficit público financiero se eleva como resultado del pago de los intereses por el incremento de la deuda pública interna que se requiere para esterilizar las intervenciones del Banco de México en el mercado cambiario, necesarias para mantener estable el tipo de cambio y, por tanto, cumplir la meta de inflación.

El cumplimiento de la meta de inflación y el logro de la consolidación fiscal a través de la caída de la demanda agregada interna genera un círculo vicioso, debido a que la caída de la actividad económica conduce a la contracción de los ingresos públicos tributarios y no tributarios. En el Gráfico 7 se muestra el comportamiento altamente irregular de los dos principales componentes de la demanda interna privada, la inversión y el consumo. A pesar de ello, y del bajo crecimiento del PIB, el déficit público y la inflación se han mantenido bajos. Durante los últimos 15 años, después de las severas medidas de ajuste en las finanzas públicas por la vía de la contracción del gasto público, durante los años 1990-1994, el déficit presupuestario se ha mantenido entre el 2 y 2.5%, como

proporción del PIB, y a partir de 2000 se ha mantenido muy cercano a cero, es decir, se ha alcanzado la consolidación fiscal (ver Gráfico 8).



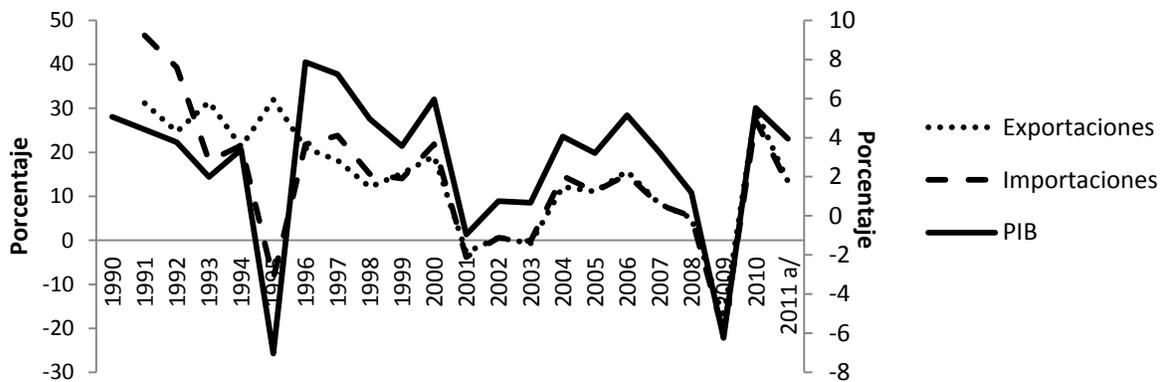
De acuerdo con el esquema de metas de inflación, el déficit presupuestal debe reducirse para evitar que la deuda pública interna genere desplazamiento de la inversión privada, incrementos de la demanda agregada por encima de la brecha producto cero y presiones inflacionarias (Arestis, *et. al*, 2007). De la misma

forma, el equilibrio fiscal y una baja deuda pública propician un ambiente de certidumbre y confianza en la toma de decisiones de los agentes económicos, lo que inducirá el crecimiento económico estable y sostenido en el largo plazo. En el caso de México, ello no se ha cumplido, pues la consolidación fiscal y la estabilidad monetaria están acompañadas de un bajo crecimiento del producto y el empleo, provocada en gran medida por la caída de la demanda interna.

El comportamiento pro-cíclico del déficit público se debe a que la deuda pública se ha utilizado para controlar la inflación, y una parte importante del gasto corriente y de capital se ha dirigido a los programas de rescate financiero. En consecuencia, el gasto público no ha contribuido a la expansión de los componentes de la demanda interna, tanto pública como privada. En otras palabras, la política fiscal no ha ejercido su función contra-cíclica ni los estabilizadores automáticos han funcionado (Levy, 2010).

Todo indica que las exportaciones, conjuntamente con la reducción del gasto público sostienen la consolidación fiscal. La estrategia exportadora de manufacturas que se implementó a partir de 1990, misma que se refuerza con la firma del Tratado de Libre Comercio entre Estados Unidos, Canadá y México en 1994, contribuyó a mantener una tasa de crecimiento del PIB del 4%. El repunte de las exportaciones manufactureras entre 1994-1995, justo cuando estalla la crisis cambiario-financiera, contribuyen a la recuperación de la actividad económica en 1997. A pesar de que las exportaciones manufactureras han mantenido un crecimiento irregular, y las importaciones han superado a éstas durante el periodo 2000-2011, el crecimiento de las exportaciones ha permitido mantener a un mínimo nivel la actividad económica. Sin embargo, ello no ha sido suficiente para elevar la utilización de la capacidad productiva existente y, por ende, elevar el empleo. En otras palabras, el ritmo de crecimiento de las exportaciones no ha sido suficiente para compensar la caída de la demanda interna (ver Gráfico 9).

**Gráfico 9.**  
**MÉXICO. SECTOR EXTERNO.**  
**Variación anual.**  
**1990-2011**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de INEGI.

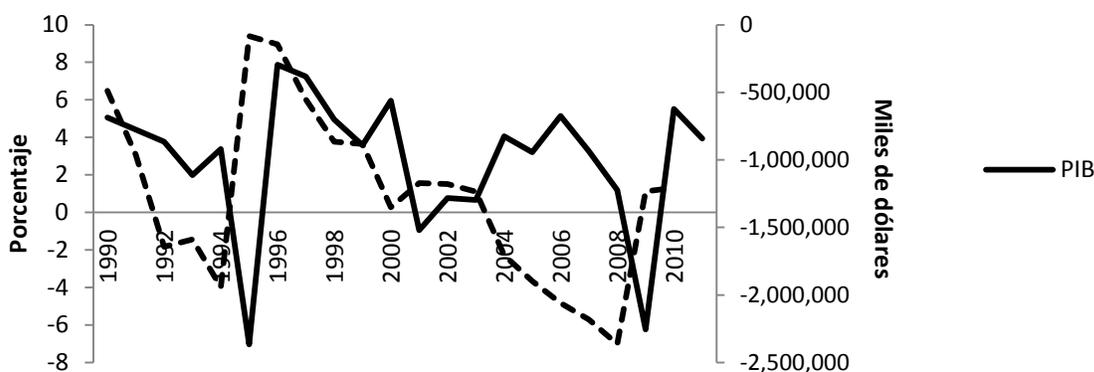
a/ A partir del 2011, son cifras con carácter preliminar .

b/ El 1 de noviembre de 2006 se publicó el Decreto para el Fomento de la Industria Manufacturera y de Servicios de Exportación (IMMEX), con el cual en la estadística de comercio exterior ya no se distinguirá a las empresas maquiladoras del resto de las firma exportadoras de productos manufacturados.

En la Gráfico 10 se muestran los efectos de la dependencia tecnológica de la economía mexicana. A medida que el PIB crece, la balanza comercial del sector manufacturero eleva su déficit debido a que los coeficientes de importaciones se elevan. En algunos años, las exportaciones de petróleo han aminorado este deterioro de la balanza comercial manufacturera y, por tanto, de la balanza comercial total. Por el contrario, cuando la actividad económica se desacelera la balanza comercial manufacturera muestra una mejora debido a que las importaciones se reducen. A partir del 2006, en el marco de la crisis del sector hipotecario *subprime* de los Estados Unidos, la economía mexicana entra en una fuerte recesión como consecuencia de la caída de la demanda externa de esta economía.

De lo anterior se desprende que, la implementación de un modelo macroeconómico para reducir y controlar la inflación debe sustentarse, en primer lugar, en el crecimiento del producto por la vía de la expansión de la demanda interna, particularmente del gasto privado en consumo e inversión; y en segundo

**Gráfico 10.**  
**MÉXICO. INDICADORES DEL SECTOR EXTERNO Y MANUFACTURERO.**  
**(1990-2011)**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de INEGI.  
a/ Datos preliminares a partir de 2011.

lugar, en las exportaciones, porque esta es una variable determinada por variables exógenas. La consolidación fiscal debe ser un resultado del crecimiento del producto y el empleo, porque de esto depende la generación de ingreso y, en consecuencia, la ampliación de la base tributaria y el incremento de los ingresos públicos. Cualquier estrategia que asuma como condición la consolidación fiscal para que la economía crezca está destinada al fracaso, por ello implica contraer la demanda agregada interna.

Esta ha sido la estrategia seguida por México; contracción del gasto público para sanear las finanzas públicas, y supuestamente evitar presiones inflacionarias. Bajo este escenario, la inversión privada ha mantenido un comportamiento irregular en general. En tanto que las grandes empresas han aprovechado la ventaja de un tipo de cambio sobrevaluado, para importar insumos y bienes de capital a precios bajos, para exportar en condiciones competitivas, si consideramos que los costos de los insumos importados son bajos. Esta dinámica ha sostenido el bajo déficit público y el control de la inflación; pero, ha retardado el crecimiento económico en el país. En este sentido, la estrategia de metas de inflación con consolidación fiscal ha fracasado, pues su mantenimiento depende de las intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario, por un lado, y del

crecimiento de las exportaciones, por el otro. Esto último se debe a que, según dicho esquema, la demanda agregada no debe rebasar la brecha producto, la cual es calculada bajo el supuesto de pleno empleo. Además, la sobrevaluación del tipo de cambio genera distorsiones en los precios relativos de las exportaciones e importaciones, que afectan principalmente a empresas pequeñas y medianas, ahondando la dependencia tecnológica y el déficit de la balanza comercial.

Por último, la estrategia de altas tasas de interés comparadas con las externas, para atraer la entrada de capitales externos de corto plazo, conjuntamente con la sobrevaluación del tipo de cambio, desestimulan las decisiones de nuevas inversiones de largo plazo. Por ello, es necesario adoptar políticas macroeconómicas que combinen medidas fiscales y monetarias activas tendientes a expandir el mercado interno (Ortiz, 2011).

## **CONCLUSIONES.**

La adopción del modelo macroeconómico de metas de inflación en economías en desarrollo y emergentes y con fuerte dependencia tecnológica, como la mexicana, viola dos principios fundamentales establecidos en dicho modelo para operar la política monetaria que se sustenta en el mismo, que son la utilización de la tasa de interés como único instrumento operativo y el establecimiento de un régimen de tipo de cambio flexible. Ello se debe a que, por su dependencia tecnológica, el tipo de cambio es el principal mecanismo de transmisión de la política monetaria en dichas economías. De ahí que se tenga que recurrir a las intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario para mantener estable el tipo de cambio; evitando de esta forma que los flujos de capitales externos de corto plazo eleven la liquidez interna y, por tanto, provoquen fluctuaciones abruptas en el nivel del tipo de cambio que obliguen a devaluar la moneda local e impacten en el nivel de precios internos. Así, para controlar la inflación se ha recurrido al anclaje del tipo de cambio, en tanto que el manejo de las tasas de interés ha estado determinado por el movimiento de las tasas de interés internacionales. El éxito en el control de la inflación y, por tanto, la aplicación del esquema de metas de inflación en estos países, se sostiene en dos instrumentos, el tipo de cambio y la tasa de interés, que actúan de manera independiente para alcanzar el equilibrio interno y externo.

Después de la crisis cambiario-financiera de 1994-1995, México inicia en 1996 el tránsito hacia la adopción del modelo macroeconómico de metas de inflación. Paralelamente se avanzó en la profundización de las políticas de desregulación y liberalización de la economía; la política monetaria refuerza su objetivo prioritario de control de la inflación y la política fiscal se rige por el objetivo de equilibrio en las finanzas públicas. Bajo este esquema, la política monetaria de metas de inflación tuvo éxito en el control de la inflación, pero ha fracasado en el objetivo de alcanzar el crecimiento económico sostenido en el largo plazo, porque

la estabilidad monetaria implica contraer la demanda agregada. La reducción del mercado interno explica el bajo crecimiento del producto y el empleo.

El saneamiento de las finanzas públicas o consolidación fiscal, reflejados en un bajo déficit presupuestal primario, que se ha mantenido desde 1997, y de forma más clara a partir de 2001, cuando se adopta de forma completa el esquema de metas de inflación, es más el resultado de las medidas fiscales altamente restrictivas que del crecimiento económico. Contrario a lo sucedido durante el periodo del *desarrollo estabilizador*, cuando el bajo déficit fiscal y la estabilidad de precios fueron el resultado del crecimiento económico.

El crecimiento de las exportaciones manufactureras, y en mayor medida de las exportaciones de petróleo, así como el incremento del crédito para financiar el gasto del sector privado, en particular el crédito para el consumo y la adquisición de vivienda, al mantener un leve crecimiento del producto, ha contribuido a mantener un bajo déficit presupuestal primario. Sin embargo, ante la contracción de la demanda interna, el incremento de las exportaciones no ha sido suficiente para reactivar la actividad económica a niveles iguales a los alcanzados durante el *desarrollo estabilizador*.

Las operaciones esterilizadas en el mercado cambiario que realiza el Banco de México, para mantener estable el tipo de cambio y, de esta forma, cumplir con la meta de inflación, han generado una elevada deuda pública interna cuyo costo fiscal es altísimo. Así, mientras la contracción del gasto público contribuye a reducir el déficit primario para asegurar la consolidación fiscal, las operaciones de esterilización en el mercado necesarias para mantener estable el tipo de cambio, elevan el déficit financiero.

La aplicación del esquema de metas de inflación ha propiciado que la estabilidad monetaria dependa de la permanencia de los flujos de capitales de corto plazo, por un lado, y que la consolidación fiscal esté determinada por el crecimiento de las exportaciones y del crédito al consumo para el sector de las familias. Esto último, en un ambiente de bajo crecimiento del producto y el empleo,

por la caída de las tasas de acumulación de capital derivadas de la reducción de las inversiones pública y privada, genera inestabilidad financiera porque el crédito al consumo presente crece a un mayor ritmo que el ingreso real.

Las elevadas tasas de interés domésticas necesarias para mantener diferenciales atractivos con respecto a las tasas externas, que estimulen la entrada de flujos de capitales requeridas para acumular altos volúmenes de reservas internacionales, que exige la instrumentación del esquema de metas de inflación en una economía con alta dependencia tecnológica, como la mexicana, genera un alto costo financiero, por un lado, y un efecto negativo sobre la inversión productiva, por el otro. La combinación de esta política con una política fiscal pro-cíclica ha desincentivado la formación de capital fijo, y en consecuencia, ha propiciado la pérdida de productividad, competitividad y dinamismo de aparato productivo.

La subordinación de la política fiscal al objetivo de control de la inflación y apegada al cumplimiento de la consolidación fiscal, se ha comportado de forma pro-cíclica y ha eliminado la función de los estabilizadores automáticos en la fase recesiva del ciclo económico. En consecuencia la política de metas de inflación no ha cumplido con el objetivo de alcanzar el crecimiento económico elevado y sostenido en el largo plazo, que supone el crecimiento de la inversión productiva, el empleo, los ingresos, el consumo, y la demanda agregada en general, y la demanda interna en particular. Por el contrario, ha estimulado el crecimiento de los flujos financieros especulativos, y una mayor desigualdad en la distribución del ingreso, con la consiguiente precarización de las condiciones de vida de los grupos mayoritarios de la población. Por ello, el fracaso de la implementación del esquema de metas de inflación en economías en desarrollo y con elevado traspaso del tipo de cambio derivada de la alta dependencia tecnológica, como la mexicana, es necesaria la adopción de un modelo de política económica enfocado a estimular la demanda agregada a través del incremento del gasto público, principalmente gasto de capital, para detonar el crecimiento económico, promover la formación de empleos y mejorar la distribución del ingreso.

## BIBLIOGRAFÍA.

Ampudia, Nora (2010), "Política monetaria de metas de inflación y objetivo prioritario: implicaciones para el desarrollo", en Alicia Girón, Eugenia Correa y Patricia Rodríguez (Coords.), *Banca pública, crisis financiera y desarrollo*, Instituto de Investigaciones Económicas (IIEc), UNAM, México, pp. 213-228.

Arestis, P. y Malcolm Sawyer (2002), "New consensus, new Keynesianism and the economics of the third way", *Economics Working Paper Archive 381*, The Levy Economics Institute, pp. 1-10.

\_\_\_\_\_ (2003), "Can monetary policy affect the real economy?", *Economics Working Paper Archive 71*, The Levy Economics Institute, pp. 1-13.

\_\_\_\_\_ (2003a), "Reinventing Fiscal Policy", *Economics Working Paper Archive 381*, The Levy Economics Institute, pp. 3-25.

\_\_\_\_\_ (2003b), "The case for fiscal policy", *Economics Working Paper Archive 382*, The Levy Economics Institute, pp. 1- 26.

Arestis, P., Goodwin G. y Sawyer M. (2007), "¿Funciona en la práctica la consolidación fiscal?", en María Guadalupe Mántey de Anguiano y Noemi Ornah Levy Orlik (Coords.), *Políticas macroeconómicas para países en desarrollo*, UNAM, México, pp. 267-300.

Aspe Armella, Pedro (1993), *El camino mexicano de la transformación económica*, Fondo de Cultura Económica, México, pp. 215.

Banco de México (2001), "Informe sobre la Inflación Octubre-Diciembre de 2000 y Programa Monetario para 2001", México, p. 62.

Bofinger, P. y T. Wollmershaeuser (2001), "Managed floating: understanding the New International Monetary Order", Center for Economic Policy Research (CEPR), Discussion Paper No. 3064, Londres, pp. 81-109.

Ball, Laurence M. y Sheridan Niamh, (2004), "Does Inflation Targeting Matter?", en *The Inflation-Targeting Debate*, National Bureau of Economic Research, Inc. Estados Unidos, pp. 249-282.

Bernanke, Ben S, Thomas Laubach, Frederick S. Mishkin y Adam S. Posen (1999), "Inflation Targeting: Lessons from the International Experience", en *International Economic Review*, Princeton, Princeton University Press, Vol. 14, pp. 328-350.

Cabrera, Morales Sergio (2010), "Autonomía del Banco de México, política monetaria y desempeño económico" en Alicia Girón, Eugenia Correa y Patricia

Rodríguez (Coords.), *Pensamiento Poskeynesiano de la inestabilidad financiera a la reestructuración macroeconómica*, UNAM, IIEC. México, pp. 155-168.

Chirinko, R.S. (1993), "Business fixed investment spending: Modeling strategies, empirical results, and policy implications", en *Journal of Economic Literature* (XXXI), Diciembre. pp. 1875-1911.

Clinton, Kevin y Perrault Jean-François (2001), "On Inflation Targeting and Flexible Exchange Rates for Emerging Market Countries", *Departamento de Asuntos Internacionales*, Banco de Canadá, pp. 113-134.

Colander, David (2002), "Functional Finance, New Classical Economics and Great Great Grandsons", *Middlebury College Economics Discussion Paper* No. 02-34, Estados Unidos, pp. 1-15.

Fazzari, Steven (1993), "Monetary policy, financial structure, and investment," en Gary A. Dymski, Gerald Epstein, and Robert Pollin eds., *Transforming the U.S. Financial System*, Armonk, New York: M.E. Sharpe, 1993, pp. 35-64.

Frenkel, R. (2006), "An alternative of inflation targeting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment", en *Journal of Post-Keynesian Economics*, Buenos Aires, vol. 28, núm. 4, pp. 573-591.

Galbraith, J. (2008), "The collapse of monetarism and the irrelevance of the New monetary consensus", *Levy Economics Institute*, New York, núm. 1, pp. 1-8.

Galindo, Luis y Ros Jaime (2006), "Banco de México: política monetaria de metas de inflación", en *Economía UNAM*, Facultad de Economía, UNAM, México, vol. 3, núm.9, pp. 82-88.

Gómez, Oliver A. (1981), "Políticas monetaria y fiscal en México: la experiencia desde la post-guerra", Fondo de Cultura Económica; México, pp. 60-65.

Guillén, Romo Arturo (2000), *México hacia el Siglo XXI. Crisis y modelo económico alternativo*, Plaza y Valdés Editores – Universidad Autónoma Metropolitana, México, pp. 59-86.

Guillén, Romo, Héctor (1990), *Orígenes de la Crisis en México. 1940-1982*, Colección Problemas de México, Ediciones ERA, Octava reimpresión, México, pp. 140.

Gurria, José Ángel (1993), *La política de deuda externa. Una visión de la modernización de México*, Fondo de Cultura Económica, México, pp. 274.

Hemming, R., Kell M. and Mahfouz S. (2000), "The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity: A Review of the Literature", *Fondo Monetario Internacional*, Washington, Working Paper núm. 208, pp 1-35.

Huerta, Heliana M. y Chávez, María F. (2003), "Tres modelos de política económica en México durante los últimos sesenta años", en *Análisis Económico*, núm. 37, Vol. XVIII, primer semestre, UAM, México, pp. 55 – 80.

Huerta, A. (2006), "Alternativas de política económica para el crecimiento sostenido" en *Economía UNAM*, México vol. 3 núm. 7, pp.152-169.

\_\_\_\_\_ (2012), "Obstáculos al crecimiento: Peso fuerte y Disciplina Fiscal", *Facultad de Economía*, UNAM, México, pp. 235.

Hüfner, F. (2004), "Foreign Exchange Intervention as a Monetary Policy Instrument: Evidence from Inflation Targeting Countries", Heidelberg, Centre for European Economic Research, *ZEW Economic Studies*, No. 23, Physical-Verlang, pp.175.

Instituto Nacional de Geografía y Estadística (2012), Información estadística de varios años del Banco de Información Económica de INEGI. En: <http://www.inegi.org.mx/sistemas/bie/>.

José, Lasa Alcides (1997), "Deuda, inflación y déficit", en *Estrategia, Desarrollo y Política Económica*, UAM-I, Serie de Investigación, N° 1, pp. 379-394.

Lavoie, M. (2004), "The new consensus on monetary policy seen from a postkeynesian perspective", en M. Lavoie y M. Seccareccia, (Coords.), *Central Banking in the Modern World: Alternative Perspectives*, Cheltenham, U.K., Northampton, MA, USA, Edward Elgar, pp. 15-34.

Lerner, A. (1941), "The Economic Steering Wheel", *The University Review*, Kansas, Estados Unidos, Junio, pp. 38-51.

\_\_\_\_\_ (1946), "Monetary policy and fiscal policy" en *The Review of Economics and Statistics*, New York, Vol. 28, No. 2, pp. 77-81.

Levy, Noemí (2001), *Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960-1994*, DGAPA, Facultad de Economía, UNAM, UABJO, México, pp. 283.

\_\_\_\_\_ (2005), "La efectividad de las operaciones de mercado abierto en países emergentes. México en los noventa" en *Economía UNAM*, México, No. 006, pp. 55-71.

\_\_\_\_\_ (2010), "Distorsiones del sistema financiero y hegemonías" en Alicia Girón, Eugenia Correa y Patricia Rodríguez (Coords.) *Pensamiento*

*Poskeynesiano de la inestabilidad financiera a la reestructuración macroeconómica*, UNAM, IIEC. México, pp. 231-262.

López, González, Teresa. (2001), *Fragilidad Financiera y Crecimiento Económico en México*, UNAM-Plaza y Valdés, México. Cap. I, pp. 1-35.

\_\_\_\_\_ (2010), “Política monetaria y mecanismo de transmisión” en Alicia Girón, Eugenia Correa y Patricia Rodríguez (Coords.) *Banca pública, crisis financiera y desarrollo*, UNAM, IIEC. México, pp. 167-194.

Manrique, Irma (2010), “Política Fiscal y Financiera en el Desarrollo Económico de México 1945-1954” en *Para el futuro* (Conferencia), UNAM, México.

Mántey, Guadalupe (2010), “Intervención esterilizada en el mercado de cambios en un régimen de metas de inflación: la experiencia de México”, en *Investigación económica*, vol. LXVIII, número especial 2009, pp. 47-78.

\_\_\_\_\_ (2011), “La política de tasa de interés interbancaria y la inflación en México”, en *Investigación económica*. Vol. LXX, núm. 277, Julio-Septiembre, México, pp. 37-68.

Minsky, H. P., 1985, “The Financial Instability Hypothesis: A Restatement”, en Arestis y Skouras *Post Keynesian Economic Theory*, Sussex: Wheatsheaf Books, USA, pp. 45-88.

Mishkin, Frederic. S. (2000), “What should central banks do?” en *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, núm. 82, pp. 1-13.

\_\_\_\_\_ (2000), “De Metas Monetarias a Metas de Inflación: Lecciones de los Países Industrializados” en *“Estabilización y Política Monetaria: La Experiencia Internacional,”* Ciudad de México, pp. 113-158.

Ortiz, Calisto, Edgar (2011), “La inversión extranjera de cartera en los mercados de dinero y capital de México y su efecto en la crisis mexicana”, en Irma Manrique (Coord.), *Arquitectura de la crisis financiera*. Ed. UNAM-IIEC. México. Pp.277-300.

Ortiz, Mena Antonio (1970), “El Desarrollo Estabilizador. Una década de estrategia económica en México”, en *El Trimestre Económico*. Vol. 37 Núm. 146, México, pp. 61.

Ortiz, Palacios, Luis Ángel. (2010), “Financiamiento del déficit público y fondeo de la inversión en México. Logros del sistema financiero regulado y límites del modelo de crecimiento”, en G. Mántey y N. Levy (Coords.) *Cincuenta años de políticas financieras para el desarrollo en México (1958-2008)*. Ed. Plaza y Valdés-UNAM-DGAPA-Acatlán-FE. México, pp. 107-136.

\_\_\_\_\_ (2011), “Inestabilidad financiera y finanzas estructuradas. ¿Racionamiento del crédito o especulación bancaria?”, en Noemí Levy y Teresa López (Coords.) *Las instituciones financieras y el crecimiento económico en el contexto de la dominación del capital financiero*. Ed. Facultad de Economía/UNAM-Juan Pablos, México, pp. 57-90.

Palley, T. (2001), “The e-Money Revolution: Challenges and Implications for Monetary Policy” en *Journal of Post Keynesian Economics*, Washington, DC.No. 24, p.p. 217-234.

Perrotini, H. Ignacio (2004), “Restricciones estructurales del crecimiento en México, 1980-2003”, en *Economía UNAM*, México, Vol. 1, No. 001, pp. 86-100.

\_\_\_\_\_ (2007), “El nuevo paradigma monetario”, en *Economía UNAM*, México, No.4, Vol. 11, pp. 64-82.

\_\_\_\_\_ (2010), Neo-Wicksellian Economics and the New Monetary Consensus in Small Open Economies: Theory and Empirical Evidence, North Carolina, Durham Basic Books en Mántey, G. *Intervención esterilizada en el mercado de cambios en un régimen de metas de inflación: la experiencia de México* vol. LXVIII, número especial 2009, pp. 47-78.

Ramales, Osorio Martín (2009), “La política económica del desarrollo compartido (1971-1976). Ineficiencias estructurales y patrón de acumulación” en *La Economía del Mercado: Virtudes e inconvenientes*, México, pp. 1-71.

Rochon, L. y Sergio Rossi (2006), “Inflation targeting, economic performance, and income distribution: a monetary macroeconomics analysis” en *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 28, No. 4, USA, pp. 615-638.

Rossi, S. (2004), “Central banking in the monetary circuit”, en M. Lavoie an M. Seccareccia, *Central Banking in the Modern World: Alternative Perspectives*, Cheltenham and Northampton: Edward Elgar, pp. 144-163.

Santaella, Julio A. (2000). “La viabilidad de la política fiscal: 2000-2025”, en *Una agenda para las finanzas públicas de México*. ITAM. México, pp. 37-65.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2012), Estadísticas económicas, financieras y fiscales de México, en *Página de la SHCP*: <http://www.shcp.gob.mx> México, D. F.

Taylor, J. B. (1993), “Discretion Versus Policy Rules in Practice.” Carnegie-Rochester Conference Series in Public Policy. Stanford University, Stanford, California, pp. 195-214.

Tello, Carlos (1990), *La política económica en México, 1970-1976*, Ed. Siglo XXI, Cuarta edición, México, pp. 149.

Toporowski, Jan (2011), "El banco central como fondo de cobertura: La nueva política económica del banco central", en *Revista Ola Financiera*, núm. 10, septiembre-diciembre, México, pp. 117-132.

Turrent, Díaz, Eduardo (2007), "El Banco de México en evolución: Transición hacia el esquema de objetivos de inflación" en *Análisis Económico*, segundo trimestre, año/vol. XXII, núm. 050, UAM-Azcapotzalco, México. pp. 243-260.

Wray, R. (1992), "Commercial Banks, the Central Bank, and Endogenous Money", en *JPKS/ primavera*, vol.14, Núm.3, USA, pp. 297-310.