



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO**

**FACULTAD DE ECONOMÍA**

**Política económica y crecimiento en México: el Régimen de  
Objetivos de Inflación, 1995-2015**

TESIS  
QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE  
LICENCIADO EN ECONOMÍA

PRESENTA:  
ADRIÁN URIEL FIERRO JIMÉNEZ

TUTOR  
DR. MARCO ANTONIO MÁRQUEZ MENDOZA

CIUDAD UNIVERSITARIA

MARZO DE 2019



Universidad Nacional  
Autónoma de México



**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.

*La boca puede mentir, pero la mueca que se hace en ese momento revela, sin embargo, la verdad.*

*Friedrich Nietzsche*

## ÍNDICE

<b>Introducción general</b>	4
<b>Capítulo 1 La política económica como instrumento para fomentar el crecimiento.</b>	10
1. Política económica y crecimiento	10
2. La política fiscal y monetaria.	15
3. Los límites al crecimiento desde la política económica	24
<b>Capítulo 2 La estabilidad de precios como pilar del crecimiento</b>	27
1. Régimen de objetivos de inflación	27
2. Costos de la inflación	30
2.1 ¿Es siempre perjudicial la inflación?	32
3. La independencia del banco central	35
3.1 El objetivo directo de inflación	37
4. Política fiscal bajo el Régimen de Objetivos de Inflación	41
<b>Capítulo 3 La política fiscal y monetaria en México bajo el ROI 1995-2015</b>	48
1. Antecedentes	48
2. Equilibrio fiscal bajo el régimen de metas de inflación	50
2.1 Política de ingresos	53
2.2 Política de egresos	65
2.3 Política de deuda	73
3. Política monetaria restrictiva	77
3.1 Manejo de la tasa de interés y crédito	77
3.2 Política cambiaria y balanza de pagos	85
3.3 Estabilidad de precios y crecimiento económico	95
Conclusiones generales	101
Bibliografía	107

# **POLÍTICA ECONÓMICA Y CRECIMIENTO EN MÉXICO: EL RÉGIMEN DE OBJETIVOS DE INFLACIÓN, 1995-2015**

## **INTRODUCCIÓN GENERAL**

A partir de principios de la década de los ochenta se da un giro hacia un modelo económico enfocado a otorgar facilidades al mercado para la asignación óptima de recursos, mediante el impulso de la participación del sector privado en la actividad económica e inserción a la economía global buscando mejorar la competitividad y el aprovechamiento de las ventajas del comercio, tal como lo promueve el modelo de apertura comercial (Aroche,2005), lo que ha provocado tasas de crecimiento económico lento y decepcionante frente al anterior modelo (Huerta y Chávez, 2003).

Los modelos anteriores que propiciaron un rápido crecimiento económico estaban agotados y terminaron desembocando una crisis –generada tanto por factores endógenos como exógenos- caracterizada por un excesivo papel intervencionista del Estado, que en su afán de propiciar justicia social y condiciones para mejorar la distribución de la riqueza a través de la industrialización basada en la sustitución de importaciones, incurrió en excesivos déficits fiscales los cuales a su vez generaron graves desequilibrios macroeconómicos.

La década de 1980 fue sinónimo de un proceso de estancamiento y retroceso económico y social que se caracterizó por un magro desempeño económico cuyo producto observado fue bastante menor al potencial debido a la subutilización de los recursos y a la baja inversión. Como resultado se observó un lento crecimiento y una disminución del bienestar social.

Durante la época, la intervención del Estado en la actividad productiva dejó de generar confianza en los actores económicos nacionales e internacionales, debido al problema de la deuda que enfrentó el gobierno, por lo que fue incapaz de mantener sus políticas expansivas y de pleno empleo. El problema de la deuda

dejó en claro que el modelo proteccionista otrora catalizador del crecimiento, basado en la industrialización por sustitución de importaciones, donde el Estado era un eje fundamental en la conducción de la economía y donde a su vez existía una significativa aversión hacia la inversión extranjera, estaba agotado y no sólo eso, sino que había contribuido en gran parte al desequilibrio macroeconómico. El modelo de desarrollo había generado altos déficits públicos, mercados financieros reprimidos, alta inflación, problemas de balanza de pagos y la cancelación de préstamos hacia los países de la región.

La inoperancia e ineffectividad de la política económica llevada a cabo por el gobierno, hizo necesario el cambio hacia un modelo que pretendiera corregir los desequilibrios de una forma más rápida y eficaz así como la inserción de la economía a los mercados financieros internacionales.

La recesión que se vivía fue interpretada como consecuencia de las distorsiones en la asignación de recursos causadas por políticas proteccionistas y la gran intervención del Estado en la economía, la cual se consideraba ineficiente y que solamente provocaba inflación (Moreno-Brid, Pérez y Ruiz, 2004).

A mediados de los ochenta y principios de los noventa, se llevaron a cabo una serie de políticas de estabilización que se enfocaron principalmente en mantener la estabilidad de precios y la corrección de precios relativos (Huerta y Chávez, 2003), ya que la contención de la inflación era vista como un buen marco para la política monetaria (Mishkin y Schmidt-Hebbel, 2001), además de que permitía frenar la volatilidad de la inflación y de las tasas de interés (Neumann y von Hagen, 2002) y ayudaba a mejorar la estabilidad económica (King, 2001).

En este mismo contexto, se abandona la política proteccionista y se inicia el proceso de apertura con el exterior con la incorporación de México al GATT en 1986 cuya finalidad era impulsar el sector manufacturero, atraer IED y estabilizar de igual manera los precios a través de la competencia (Huerta y Chávez, 2003; Licona, 2014).

Con ese mismo propósito de frenar la inflación, se dio un reordenamiento de las finanzas públicas ya que se creía que el elevado déficit fiscal era la causa del alza en los precios al generar un consumo por encima de las posibilidades reales de la actividad económica (Huerta y Chávez, 2003).

Hasta la fecha, la política económica en México está diseñada en perseguir la estabilidad de precios dejando de lado otros objetivos importantes como la obtención de pleno empleo o el crecimiento económico<sup>1</sup>. Lo que se observa es que si bien esta política ha sido exitosa en reducir la inflación, esta reducción no ha venido acompañada de incrementos en la actividad económica sino más bien se observa un desempeño pobre (Moreno-Brid, Pérez y Ruiz, 2004; Galindo y Ros, 2006).

Algunos economistas han realizado estudios que muestran que la política monetaria enfocada en contener la inflación no siempre trae resultados positivos. Ball y Sheridan (2003) llegan a la conclusión de que la adopción del Régimen de Objetivos de Inflación (ROI) no ayuda a la estabilización del producto ni la inflación pero tampoco afecta: “Nuestros resultados no proveen un argumento en contra del ROI, pues no encontramos que tenga ningún perjuicio (273).

Otros puntos de vista sobre el establecimiento de metas de inflación sostienen que reduce la flexibilidad del banco central en la consecución de otros objetivos macroeconómicos (Rudebusch y Walsh, 1998), dicho régimen ha tenido un efecto adverso en la distribución del ingreso ya que la participación de los salarios cae una vez que se ha adoptado (Rochon y Rossi, 2005) y es una coincidencia que el estabilizar la inflación estabilice el producto (Blanchard, 2003).

En una postura mucho más controversial, Epstein (2003) postula que si bien es cierto que el ROI ha ayudado a tener menores tasas de inflación, esto ha acarreado costos en términos de producto y no se ha logrado atraer mayor

---

<sup>1</sup> A diferencia de Estados Unidos donde se tiene un mandato dual (procurar el pleno empleo y mantener la estabilidad de precios), el único objetivo del Banco de México es procurar la estabilidad de la moneda.

inversión extranjera. Considera que tasas moderadas de inflación no tienen efectos negativos sobre el crecimiento además de que los bancos centrales no consiguen mayor credibilidad y su forma de operar se remonta a la vieja usanza de subir los tipos de interés causando menor crecimiento, por lo que establece que la razón de la lucha por la inflación se encuentra en los intereses de grupos rentistas ya que tasas de interés más altas y una menor inflación, incrementan el ingreso de estos. Finalmente, propone una política monetaria donde el objetivo principal esté acorde a las necesidades de cada país en específico, como el empleo, la inversión o el producto.

En el mismo sentido, Arestis y Sawyer (2003a) critican el ROI resaltando los malos manejos que se puede hacer de la política monetaria al errar en la pronóstico de la inflación, lo que puede dañar la reputación y la credibilidad de los bancos centrales. Cuestiona la capacidad del banco central para controlar la inflación ya que existen factores que pueden tener impacto sobre la inflación, y donde el banco central no tiene control anulando los efectos del ROI. Del lado financiero, sostienen que en un ambiente de mercados desregulados, los desequilibrios en las hojas de balance que pueden significar costos de empleo y producción, son elementos que el ROI no tiene la capacidad de enmendar a la vez que puede crear riesgo moral.

En México, el actual régimen de metas de inflación que sigue el Banco Central no ha logrado generar un crecimiento estable. Si bien se ha conseguido tener bajas tasas de inflación y mantener las expectativas de inflación en un nivel bajo, esto no se ha traducido en un mejor desempeño económico en general, no se ha generado atraer la inversión extranjera directa necesaria por lo cual no ha habido un aumento de la productividad, no se ha generado un mayor dinamismo del mercado interno permaneciendo los salarios y el PIB per cápita estancados, no se ha logrado una mejor distribución del ingreso y aunque las tasas de interés se mantienen en un nivel relativamente bajo comparado con otras economías emergentes, esto tampoco ha propiciado un aumento en la inversión física.

Por el lado del gobierno, la disciplina fiscal ha sido un lastre en el crecimiento económico y aunque se habla de un entorno macroeconómico sólido, la economía no termina de alcanzar una senda de crecimiento sostenido.

La importancia de la política monetaria ha sido relevante para el desarrollo, por ejemplo en el Nuevo Consenso Macroeconómico (NCM) se afirma que el mantener una inflación baja conllevará a una mejor eficiencia económica y crecimiento en el largo plazo, se estabiliza el tipo de cambio y la balanza de pagos (Perrotini, 2005).

En síntesis, el ROI es visto como un régimen factible y sostenible (Walsh, 2009) además de que mejora el desempeño económico ya que las tasas de inflación han disminuido en los países que lo han adoptado, la volatilidad del producto se ha suavizado y el efecto traspaso del tipo de cambio se ha atenuado (Mishkin, 2005; Dotsey, 2006).

Sin embargo, el ROI restringe un instrumento poderoso del gobierno para impulsar la demanda agregada: el gasto. Este régimen implementado por el banco central hace especial énfasis en las repercusiones que tienen las decisiones del gobierno. Es sabido que el gobierno afecta tanto de manera directa como indirecta el comportamiento de los precios, por esta razón el saneamiento de las finanzas públicas se convierte en requisito indispensable para que la autoridad financiera cumpla con su objetivo de inflación (Carstens, 2016).

Esta constante búsqueda de mantener las finanzas públicas sanas (superávit primario) ha constituido un problema en México ya que no ha demostrado ser una medida de política económica efectiva para lograr crecimiento. Por el contrario, ha resultado en reformas fiscales que no generan una mejor distribución del ingreso y que han contenido a la inversión pública en niveles históricamente bajos.

Por tal motivo, la presente investigación se enfocará en estudiar el impacto que ha tenido el ROI sobre la política económica ya que no ha dado los resultados que se esperaban. Lo que se pretende es desmenuzar el comportamiento de las

variables agregadas más sensibles a dicho régimen y evidenciar que se han obtenido los resultados opuestos a los pronosticados.

De igual manera se busca esclarecer las repercusiones económicas que ha conllevado el uso de la política económica bajo el ROI en particular las consecuencias que ha tenido sobre el crecimiento económico. Así el objetivo general es el de analizar los efectos del ROI sobre la política económica y su incidencia sobre el crecimiento económico.

El trabajo de esta tesis contiene objetivos muy específicos como son los siguientes a continuación

- Examinar los mecanismos a través de los cuales la política económica puede impulsar el crecimiento.
- Exponer los argumentos esenciales sobre los que se basa el ROI.
- Mostrar el funcionamiento de la política económica bajo el ROI.
- Establecer que la política fiscal se ha limitado a una contención del gasto en capital en favor de un aumento en los ingresos tributarios.
- Demostrar que el equilibrio externo bajo el actual manejo de la política monetaria es un importante limitante al crecimiento.

La estructura de la investigación que permite alcanzar los objetivos señalados está fundamentada en 3 capítulos; en el capítulo 1 se analiza el papel de la política económica en el crecimiento, diferenciando la postura neoclásica y keynesiana, el papel de la política fiscal y monetaria al crecimiento, y los límites de la política económica, en el capítulo 2 se analiza la estabilidad de precios para el crecimiento económico sostenido, en él se exponen las desventajas de la economía cuando existe el crecimiento de precios, además de la forma de medición y los indicadores que surgen a partir de esta variable. En el capítulo 3 se hace una descripción de la política fiscal y monetaria de la economía mexicana con el régimen de objetivo de inflación. Finalmente la tesis contiene un apartado general de conclusiones.

## Capítulo 1

### La política económica como instrumento para fomentar el crecimiento

Este capítulo tiene como finalidad exponer las perspectivas de los instrumentos de la política económica para incidir en el crecimiento económico, desagregando el papel de la política fiscal y monetaria y el debate interno pero constante de la política económica en la economía. De esta manera el capítulo está constituido por cuatro secciones: en la primera se expone la discusión sobre el crecimiento y la política económica de que de ella emana; en la segunda sección se exponen particularmente los temas de la política fiscal y monetaria y sus instrumentos para incidir en el crecimiento económico; en el apartado tres se estudian los límites al crecimiento con la política económica y finaliza con un reencuentro del capítulo.

#### 1. Política económica y crecimiento

El crecimiento económico es un fin que persiguen todas las economías del mundo. Permite a la sociedad alcanzar un mejor nivel de vida, aumenta la productividad y tiende a reducir la desigualdad y la pobreza. En general, el crecimiento, entendido como el aumento constante del producto, es visto como una medida de bienestar porque supone una mayor prosperidad además de que indica que el gobierno está llevando a cabo una política económica adecuada (Galindo, 2011).

En la teoría neoclásica, existen dos grandes vertientes sobre la teoría del crecimiento: el modelo de Solow<sup>2</sup> y la teoría del crecimiento endógeno (Dornbusch, Fischer y Startz, 2004). En el modelo de Solow el crecimiento está dado por el progreso técnico y el aumento en la acumulación de capital y en la oferta de la mano de obra.

Este modelo desarrollado a la par de las aportaciones de Swan (1956)<sup>3</sup>, establece que una economía está en estado estable cuando se cumple la

---

<sup>2</sup> R. Solow, "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, febrero de 1956.

<sup>3</sup> T. W. Swan, "Economic growth and capital accumulation", *The Economic Record*, 2, 334-361.

condición de que el ingreso y el capital *per cápita* son constantes. Por lo tanto, la inversión requerida es igual al ahorro, y éste último no afecta la tasa de crecimiento de largo plazo de estado estable ya que un aumento en la tasa de ahorro solo trae un aumento en el nivel del capital y de la producción por persona, por lo que se hace vital la introducción del progreso tecnológico exógeno para justificar las tasas de crecimiento positivas.

Al contrastarse el modelo neoclásico de crecimiento con la evidencia empírica, resultó que no se cumplía la condición de convergencia en los niveles de ingreso sino más bien lo contrario (Galindo, 2011). En el modelo del crecimiento endógeno, se plantea una alternativa donde el progreso tecnológico no es considerado un factor de crecimiento. Ahora el proceso de crecimiento es un fenómeno inherente al funcionamiento de la dinámica económica donde el capital humano es visto como una fuente de productividad y la inversión en investigación y desarrollo son claves para entender el crecimiento en el largo plazo (Dornbusch, Fischer y Startz, 2004; Galindo, 2011).

En una aproximación más heterodoxa se encuentran los modelos keynesianos de crecimiento. Keynes en 1936 desarrolla su teoría donde propone que es necesario regular la demanda agregada a fin de asegurar el funcionamiento de la economía con pleno empleo. A diferencia de los modelos anteriores, esta escuela de pensamiento rechaza el automático equilibrio de los mercados así como su continuo vaciado, hace hincapié en la inestabilidad de las economías de mercado y admite que es necesaria la intervención del Estado para regular los fallos del mercado y así estabilizar la economía.

Galindo (2011) señala que en los modelos postkeynesianos se da gran importancia a la acumulación de capital ya que esta permite que se incrementen los niveles de inversión y empleo. Aquí es donde se retoman las ideas de Keynes acerca de la incertidumbre, las expectativas y los *animal spirits*. De esta forma hay una relación entre la tasa de ahorro y el crecimiento del producto. La distribución del ingreso juega un papel importante debido a que la propensión a ahorrar varía

en función de esta, siendo los capitalistas los que tienen una mayor propensión. Para potenciar el producto se tiene que redirigir la renta hacia el grupo capitalista.

Finalmente en el modelo de crecimiento impulsado por la demanda se encuentran tres modelos enfocados a tres componentes de la demanda agregada (Jiménez, 2011). En el modelo dirigido por las exportaciones de Thirlwall<sup>4</sup>, se plantea que en una economía abierta el principal componente de la demanda autónoma son las exportaciones por lo que el crecimiento estará orientado por el crecimiento en las exportaciones. Sin embargo, existe una restricción de balanza de pagos donde se establece que la tasa de crecimiento del producto no puede ser superior a la tasa de crecimiento determinada por el equilibrio en la balanza de pagos. El enfoque de crecimiento guiado por la inversión sostiene que las decisiones de inversión de los agentes basadas en las expectativas son el principal factor que influye en el crecimiento. En el último modelo de crecimiento guiado por salarios o ganancias se evidencia la existencia de shocks de demanda en el largo plazo<sup>5</sup> y donde el sector externo es un factor importante en la distribución del ingreso. Así, una depreciación derivada de una variación en el tipo de cambio reduce el margen de ganancia con lo cual para compensarse tiene que existir una subida de precios, sin embargo, esto no ocurre porque las empresas perderían competitividad. De esta forma, una subida en los salarios nominales significa una disminución en los beneficios. En un modelo dirigido por los salarios, la inversión es menos sensible a los cambios en la participación de los beneficios. En los regímenes dirigidos por los beneficios, la inversión es más sensible ante cambios en la distribución del ingreso que el ahorro.

En los modelos neoclásicos de crecimiento hay poco espacio para la intervención del Estado pues este solo debe adoptar políticas orientadas a incentivar el ahorro, fomentar la inversión de las empresas en investigación y

---

<sup>4</sup> Thirlwall, A. P. (1979), "The Balance of Payments Constraint as an Explanation of International Growth Rate Differences", en Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, marzo, 45-55.

<sup>5</sup> Dutt y Ross sostienen que las políticas contractivas reducen la demanda agregada y el nivel de la actividad económica y el control de la inflación sólo es efectivo logrando una distribución del ingreso en perjuicio de los trabajadores (Jiménez, 2001).

desarrollo y disminuir la tasa de natalidad (Jiménez, 2011). Los enfoques de corte keynesiano establecen que el Estado debe regular los mercados. Dado que el desequilibrio es la norma en la economía, hay que estabilizarla a través de políticas económicas, principalmente a través de la política fiscal.

Es precisamente a través de la política económica que los gobiernos buscan dar certidumbre y orientar el rumbo de actividades con el fin de potenciar el crecimiento (Licona, 2014). En una económica estable, los agentes tienen una cierta capacidad de predicción de las variables económicas sobre las cuales formulan sus decisiones de consumo e inversión.

Dentro de un entorno macroeconómico favorable, las empresas tienen incentivos para invertir mejorando las condiciones de oferta de infraestructura y generando formación bruta de capital con lo que es de esperar que se obtengan tasas de crecimiento positivas en un futuro. Así, la tasa de crecimiento de un país se puede alterar por medio de políticas macroeconómicas (Jiménez, 2011). No obstante, las recomendaciones de política dependerán en gran medida de la postura o concepción que se tenga sobre el crecimiento. Sin embargo, Spiegel (2007) y Cuadrado (2010) remarcan que el objetivo de toda política económica radica en lograr el máximo bienestar social de manera sostenible.

Para lograrlo, la política económica está pensada tanto a corto como a largo plazo. A corto plazo lo que se busca es lograr mantener los precios, la tasa de interés, el tipo de cambio y los salarios estables, es decir, el equilibrio en los mercados de bienes, laboral y de dinero. A largo plazo la política económica está enfocada al crecimiento del producto (Beltrán, 2008).

A pesar de que la estabilidad global de la producción y la economía real son factores que también toman en cuenta los agentes en la toma de decisiones, la estabilidad de precios<sup>6</sup> se ha erigido como el objetivo principal de la política

---

<sup>6</sup> La inflación genera efectos nocivos sobre los agentes como los costos de suelas de zapato, costos de menú, genera efectos redistributivos sobre la renta y la riqueza, acarrea problemas de eficiencia al distorsionar el sistema de precios generando así incertidumbre y una disminución en los niveles de producción (Cuadrado, 2010).

económica (Spiegel, 2007). Esto ya que, como señala Beltrán (2008), al reducir la inflación se reduce también la volatilidad que genera en las tasas de interés y en el tipo de cambio permitiendo que la economía experimente un crecimiento económico más elevado. Otro punto negativo acerca de la inflación es que es percibida por el público como una señal de un mal manejo de política (Jiménez, 2011).

Cuadrado (2010) argumenta que la inflación también tiene efectos nocivos sobre la producción y el empleo. En un periodo inflacionario, las empresas pierden competitividad al incrementarse los costes de producción, lo que se traduce en pérdidas de utilidad y empleo trasladándose la inversión hacia sectores menos productivos. La inflación de igual manera reduce la eficiencia en la producción ya que los recursos se desvían hacia el sector financiero con el fin de proteger el ahorro.

Los efectos de la inflación en el corto plazo son ampliamente conocidos y existe consenso por parte de las autoridades para mantenerla bajo control aunque ello signifique obtener una menor tasa de crecimiento. Dado que la inflación es vista como un incremento en la demanda que no se corresponde con las condiciones de producción de corto plazo, una forma de combatirla es disminuyendo la demanda agregada a través de una política monetaria restrictiva (Cuadrado 2010; Jiménez, 2011).

El costo de disminuir la inflación por este medio conlleva a tener un mayor desempleo, reducir el nivel de actividad y afectar el sistema financiero vía un aumento en las tasas de interés, por lo que los esfuerzos por reducir la inflación cuando ésta de por sí ya es baja, puede acarrear mayores costos y traer menores beneficios (Spiegel, 2007; Jiménez, 2011). Si bien la inflación es un indicador de un deficiente cumplimiento económico, no existe evidencia contundente que demuestre que una inflación medida tenga efectos negativos sobre el crecimiento, incluso la estabilidad de precios no lleva a la estabilidad del producto (Spiegel, 2007).

Es verdad que la estabilidad de precios es un factor importante pero no es el más importante. En aras de mantener una inflación baja se han dejado de lado otros objetivos como el combate al desempleo. Esto en parte a que, como señala Jiménez (2010), la teoría estableció por mucho tiempo una relación inversa entre la inflación y el desempleo para después adoptar la noción de Friedman que establecía que la economía tiende a una tasa natural de desempleo y la política monetaria era incapaz de reducirlo al igual que tampoco podía incidir en el comportamiento de los salarios y la distribución del ingreso. Por este motivo una intervención de las autoridades monetarias encaminada a reducir el desempleo solo traería un aumento en el nivel de precios por lo que es mejor tener como objetivo la estabilidad de precios.

De este modo se abandonó como objetivo de política economía el combate al desempleo y la pobreza pasando el control de la inflación a un primer plano. Sin embargo, Spiegel (2007) sostiene que el pleno empleo debería ser un objetivo fundamental de la política macroeconómica ya que es una fuente de pobreza y desigualdad y acarrea costos enormes como son la vulnerabilidad de las personas menos capacitadas y la reducción de los salarios.

## **2. La política fiscal y monetaria.**

Partiendo de que la estabilidad macroeconómica es condición para el crecimiento, la política económica descansa sobre dos pilares: la política fiscal y la política monetaria.

La política fiscal<sup>7</sup> busca alterar el nivel de los componentes de la demanda agregada. El gasto público y los impuestos son las variables más importantes de las cuales se vale el gobierno para modificar la actividad económica (producción,

---

<sup>7</sup> Cuadrado (2010) establece que los fundamentos básicos de la política fiscal desde la perspectiva keynesiana son: 1) rechazo del equilibrio presupuestario; 2) reducción de la brecha del producto; 3) papel del sector público centrado en estabilizar la economía y; 4) eliminación de los problemas derivados del sistema tributario flexible.

empleo y nivel general de precios). El mecanismo de funcionamiento es como sigue: el gobierno recauda impuestos de los hogares y las empresas y gasta esos fondos en proveer servicios públicos y en la creación de infraestructura. Como se mencionó arriba, Keynes proponía que el gobierno actuara a través de la política fiscal para estabilizar la economía. Concretamente creía que por este medio se podría impulsar la demanda agregada reduciendo los impuestos y/o aumentando el gasto lo que permitiría a los agentes económicos tener un mayor ingreso disponible y así impulsar el consumo para que de esta manera la economía pudiera hacer frente a las crisis, y a la inversa, para hacer frente a la inflación.

De acuerdo con los objetivos de la política macroeconómica, los gobiernos generan las estrategias de gasto y recaudación que les permitirán alcanzar dichos objetivos. El gasto público (gasto corriente y gasto de capital) es vital y puede contribuir al crecimiento de la economía<sup>8</sup>. Para financiarlo de manera efectiva y no tener dependencia del exterior, es necesaria la movilización de los recursos nacionales, es decir, aumentar los ingresos públicos (Spiegel, 2007; Ghosh, 2007).

Al lograr una mayor recaudación<sup>9</sup>, el gobierno puede sostener sus inversiones a largo plazo y tener una mayor flexibilidad de política fiscal. Como señala Ghosh (2007), en las economías en desarrollo se hace evidente la necesidad de aumentar los recursos dado que los ingresos se encuentran constreñidos debido a una serie de políticas implementadas como son la reducción de impuestos con la finalidad de atraer capitales extranjeros y las rebajas de los aranceles a las importaciones.

---

<sup>8</sup> El gasto en inversión pública puede por ejemplo ayudar a cerrar las brechas de infraestructura de servicios públicos, dinamizar la economía realizando obras de infraestructura que propicien crecimiento económico y aumentar la productividad.

<sup>9</sup> Una forma de lograr una mayor recaudación es mediante la diversificación de las fuentes de recaudación a la vez que la reducción de las exenciones y deducciones también significa un avance importante. Por este medio se logra una mejor distribución del ingreso y en países en vía de desarrollo se evita la evasión de impuestos directos (Spiegel, 2007).

A pesar de que el gasto público puede ser un instrumento muy útil en cuanto a generar crecimiento, es visto como un elemento inadecuado pues se tiene la creencia de que conlleva efectos adversos como el desplazamiento de la inversión privada o *crowding out* y generar presiones inflacionarias además de ocasionar desequilibrios con el exterior.

Dado que existe un monto fijo de fondos disponibles, el gobierno al gastar más y no financiar ese gasto por medio de una subida de impuestos, provoca que las empresas obtengan menos fondos e incluso compitan con el gobierno por obtenerlos, y el resultado sería una situación donde el déficit resultante se traducirá en un mayor déficit cada vez, hasta llegar al punto donde a mayor gasto del gobierno, menor inversión privada dando como resultado que el gasto no termine por estimular a la economía en lo absoluto. La magnitud del *crowding out* dependerá de si la economía tiene o no exceso de capacidad. Es cierto que no siempre se puede dar el caso de desplazamiento de la inversión privada sobre todo cuando en la economía existen condiciones donde no se están utilizando plenamente los recursos y donde hay espacio para que el gobierno pueda estimular la economía (Stiglitz, 1993).

Además, se cree que el exceso de gasto público no es bueno para la economía y en el corto plazo no estimula la demanda agregada ya que desincentiva las decisiones de inversión como consecuencia de una expectativa alcista en los impuestos y de la subida en los tipos de interés generada por la emisión de deuda. Jiménez (2011) argumenta que en los países en vías de desarrollo donde no se cumple la condición de pleno empleo no tiene por qué presentarse este fenómeno ya que todavía hay espacio para ampliar la producción por lo que tampoco existirían presiones inflacionarias.

Spiegel (2007) muestra que los efectos de los déficits son diferentes en función de si la economía se encuentra en pleno empleo o no. En caso de existir posibilidad de ampliar la producción el desplazamiento no es inevitable por lo que el gasto puede aumentar sin presentarse una disminución de la inversión privada. También le da un rol importante al banco central asumiendo que éste puede

disminuir los tipos de interés aumentando la oferta monetaria lo que también evitaría el efecto desplazamiento. Incluso este autor va más allá y sostiene que los efectos del aumento en el gasto pueden ser beneficiosos y atraer una mayor inversión privada cuando se destine a proyectos de infraestructura.

Otro punto en común entre los economistas ortodoxos es que el uso activo de la política fiscal, entendida como un instrumento para estabilizar la economía, merma la confianza entre los inversionistas y desacredita al país frente al exterior. No obstante, Spiegel (2007) sostiene que existe poca evidencia que respalde esta teoría mientras que hay grandes pruebas que concluyen que un menor gasto conduce a un menor PIB. A su vez, mucho tiene que ver la naturaleza de los inversionistas para que se opte por una política fiscal restrictiva. Es decir, son los inversionistas de "*corto plazo*" los que están más interesados en el tamaño del déficit fiscal ya que les preocupa que el Estado sea capaz de cumplir con sus obligaciones en el corto plazo, además de que este tipo de inversiones traen consigo una mayor volatilidad debido a la especulación y poco contribuyen al crecimiento (Jiménez, 2011), mientras que los inversionistas de "*largo plazo*" toman en cuenta otras muchas variables y se verán más interesados en poner su capital en una economía donde se apliquen políticas encaminadas a generar un crecimiento sostenible sin importar si el gobierno se endeuda con el fin de financiar proyectos productivos (Spiegel, 2007).

Que el déficit es inflacionario y produce desequilibrios externos es un tanto engañoso. El déficit externo es la suma del déficit privado y el público y muestra un exceso de demanda agregada sobre la oferta agregada, pero el déficit del gobierno solo es una parte de la demanda agregada y por sí solo no es un indicativo de exceso de dicha demanda. Por lo tanto un déficit fiscal no implica déficit en la cuenta corriente siempre y cuando el sector privado ahorre más de lo que invierte, igual que un superávit del sector público tampoco puede mejorar la cuenta corriente si el balance del sector privado es deficitario en un monto superior. La inflación aparecerá si el gasto público es incapaz de generar los

efectos multiplicadores necesarios que permitan la expansión del producto (Ghosh, 2007).

Por último, la política fiscal puede ser útil si se utiliza de manera contracíclica. Por su naturaleza, la recaudación tributaria tiene un comportamiento procíclico esto ya que en periodos de bonanza esta aumenta y disminuye en periodo de recesión. Spiegel (2007) y Jiménez (2011) proponen un uso contracíclico de la política fiscal aumentando el gasto en época de crisis para estimular la demanda agregada y lograr expandir el mercado interno y contraerlo en periodos de auge. Esto a través de herramientas como la estructura fiscal, las políticas de estabilización de fondos, entre otros.

El otro gran componente de la política económica, la política monetaria, busca afectar la demanda agregada a través del mercado monetario. Lo que se pretende es alterar el gasto de los agentes económicos por medio de la tasa de interés, las condiciones crediticias, los tipos de cambio y el valor de los activos financieros (Samuleson, Nordhaus, Dieck y Salazar 2001).

La institución encargada de llevar a cabo la política monetaria es el Banco Central el cual modifica los instrumentos monetarios e implementa los objetivos económicos, que en la coyuntura actual es mantener la estabilidad de precios. Para lograr esto, el Banco Central se vale de dos métodos: intenta infundir confianza en los agentes para que estos mantengan unas expectativas inflacionarias bajas y controlando la base monetaria a través de la tasa de interés que es su instrumento operacional de corto plazo (Cuadrado, 2010).

Qué tan eficiente es el Banco Central para conseguir sus objetivos macroeconómicos, es un motivo de debate en la teoría monetaria. Spiegel (2007) y Jiménez (2011) apuntan que los economistas de corte más ortodoxo creen que la política monetaria es ineficaz cuando su cometido es expandir la economía cuando esta se encuentra en periodos de recesión ya que la economía funciona casi en un nivel de pleno empleo por lo que un aumento en la demanda agregada no se traducirá en un aumento en la producción sino en un aumento en el nivel

general de precios. La política monetaria es más efectiva entonces cuando busca restringir la expansión de una economía sobrecalentada.

Los monetaristas enfatizan que hay una relación entre la oferta monetaria y el producto, siendo la primera el determinante fundamental de las variaciones del PIB y el nivel general de precios en el corto plazo. A largo plazo el dinero no puede influir ni en la producción ni en los tipos de interés. Los monetaristas incluyen la teoría cuantitativa del dinero donde asumen que la velocidad del dinero es constante, por lo que un aumento en la cantidad de dinero incrementa los precios en la misma proporción. La explicación subyace en el hecho de que con una mayor cantidad de dinero cambiándose por la misma cantidad de bienes y servicios, los precios forzosamente tendrían que subir. Al aumentar la cantidad de dinero más allá de lo que el público desea mantener, este estará dispuesto a gastarlo, y así se estimularía la producción en el corto plazo. Ya que la velocidad del dinero es constante, entonces los cambios en la tasa de interés no equilibran el mercado de dinero, la única manera de que exista un equilibrio es mediante cambios en el ingreso. La prescripción de política en esta escuela es dejar que la oferta de dinero crezca a la tasa de crecimiento del producto en pleno empleo. La efectividad de la política monetaria está sujeta a la elasticidad de la demanda de dinero y a la elasticidad de la inversión sobre los tipos de interés Stiglitz (1993).

En la nueva macroeconomía clásica se piensa igualmente que en el largo plazo la política monetaria solo afecta al nivel de precios, y que éstos y los salarios son flexibles. Sin embargo, difieren en la idea de las expectativas de los agentes. Esta escuela argumenta que en el largo plazo, tanto las empresas como los hogares se anticipan a las decisiones del gobierno y trasladan los cambios en la oferta monetaria al nivel general de precios. De esta manera cuando el gobierno trata de estimular la economía lo único que termina generando es el mismo desempleo a la tasa sostenible pero con un mayor nivel de precios (teorema de la ineficacia de la política económica). En algunos casos este aumento puede ser instantáneo y en otros no (Samuelson, Nordhaus, Dieck y Salazar 2001).

Tanto los monetaristas como los nuevos clásicos están en contra de la intervención del gobierno, en primer lugar porque la política monetaria expansionista puede impulsar en el corto plazo la producción pero también los precios pudiendo éstos crecer de manera indefinida y en segundo lugar porque un mal uso de la política monetaria puede llevar a la economía a entrar en una fase recesiva, por lo que recomiendan que el gobierno se limite a expandir la oferta monetaria a una tasa constante.

A diferencia de los enfoques anteriores, los economistas keynesianos piensan que la política monetaria puede tener efectos benéficos sobre la demanda agregada vía la tasa de interés. Contrario al monetarismo, dentro del keynesianismo se enfatiza la dependencia de la tasa de interés sobre la demanda de dinero. La demanda de dinero al igual que la de los demás bienes, depende del precio y del ingreso. Por lo que una tasa de interés nominal más alta (esto es el costo de oportunidad de mantener dinero) disminuye la demanda de dinero y viceversa. Dentro de esta teoría, cuando el gobierno expande la oferta monetaria, la tasa de interés disminuye para que la demanda de dinero iguale a la oferta, lo que permite una mayor inversión estimulando la demanda agregada vía el multiplicador. Sin embargo, Keynes pensaba que en un contexto donde la economía se encuentre en recesión, la demanda de dinero es relativamente elástica por lo que cambios en la oferta de dinero no alteraban significativamente la tasa de interés. Lo único que ocasionaría sería que el público mantuviera el dinero en sus manos. E incluso si hubiera grandes movimientos en la tasa de interés, ésta tendría poco impacto sobre la inversión. La política monetaria sería efectiva solo si es capaz de disminuir la tasa de interés, pero es inefectiva en casos de recesión económica (Stiglitz, 1993).

Spiegel (2007) menciona que entre mayor sea la ineficacia de la política monetaria mayores serán los costos y que las repercusiones de la política monetaria son diferentes en países desarrollados y en vías de desarrollo. Puesto que la política monetaria tiene su mayor impacto a través del sistema bancario, y los países subdesarrollados tienen un sistema bancario menos desarrollado, la

política monetaria tiene menor repercusión acarreando mayores costos. Este mismo autor argumenta que la política monetaria es inefectiva debido a la apertura de los mercados de capitales. Señala que en una economía abierta con tipo de cambio flexible es difícil predecir el impacto de los flujos de capital. Una economía que aplique políticas expansivas con el fin de aumentar el producto puede atraer capitales, del mismo modo que un aumento en la tasa de interés, con la novedad de que también apreciará el tipo de cambio haciendo menos competitiva a la economía. Esta mayor tasa de interés capta capitales de carácter especulativo de corto plazo que poco contribuyen al crecimiento. Caso contrario es que una tasa de interés más baja provoque la salida de capitales y debilite el tipo de cambio, lo que, mezclado con balances alterados por la devaluación, generaría que esta tasa de interés más baja no tenga los efectos habituales sobre la demanda, de tal manera que las autoridades al tratar de estimular la demanda bajando todavía más la tasa de interés, propiciarán aún más la salida de capitales. Lo que supone una restricción y amenaza la eficacia de la política monetaria.

En vista de que en economías abiertas el tipo de cambio es un componente esencial que puede actuar de propulsor del crecimiento, administrarlo se ha convertido en una de las principales medidas de política económica. En general, los tipos de cambio subvaluados<sup>10</sup> son vistos como una estrategia para aumentar la competitividad de la economía (Jiménez, 2011) y condición para lograr crecimiento y disminuir el desempleo (Spiegel, 2007). No obstante, Spiegel (2007) explica que una devaluación puede tener efectos inflacionarios, comprometer los balances reales y frenar el crecimiento. En el primer caso la devaluación encarece los bienes importados trasladándose ese aumento a los costos de producción, si las autoridades perciben que esto puede generar expectativas inflacionarias, entonces responderán aumentando la tasa de interés con lo que se compensarían los efectos positivos de la devaluación. Aunque pone de manifiesto que en una

---

<sup>10</sup> El argumento a favor de los tipos de cambio subvaluados radica en que lo ideal es promocionar los sectores de exportación ya que se cree que el sector de bienes comerciables es más dinámico que el de no comerciables lo que conducirá a un mayor crecimiento. Otro argumento es que un tipo de cambio alto perjudica a sectores como la agricultura al abaratar sus precios (Ghosh, 2007).

economía donde hay una gran cantidad de mano de obra no utilizada, las devaluaciones no han derivado en una inflación continua, además de que los beneficios que aporta son mayores a los costos resultantes de una ligera inflación.

Una devaluación impacta en mayor medida a los países que son deudores netos ya que lejos de mejorar la competitividad, lo que ocurre es que aumenta el valor de los pasivos en moneda extranjera en relación con los activos nacionales, pudiendo desembocar en un cierre masivo de empresas y en una contracción del crédito. Si la deuda externa soberana del país es amplia, entonces la devaluación encarecerá los préstamos que se soliciten al exterior y el gobierno optaría por hacer recortes al gasto que muy bien pueden ser mayores al aumento en las exportaciones netas.

Finalmente, una devaluación puede frenar el crecimiento dado que sus repercusiones en las exportaciones se materializan con retrasos. Las empresas exportadoras deben tener certeza de que invertir les proporcionará una rentabilidad sostenible, pero si piensan que la devaluación es temporal debido a la inflación, entonces esta devaluación generará un limitado número de nuevas inversiones. La producción de igual manera puede disminuir en el caso de que los salarios reales se reduzcan por el efecto adverso de la devaluación, ya que el consumo al por menor se vería afectado.

Actualmente, las recomendaciones de política económica ponen especial énfasis en las reformas estructurales como elemento primordial para el crecimiento. Estabilidad macroeconómica (control de emisión monetaria, gasto fiscal reducido y déficit público sostenible), liberalización de los mercados y reducción del tamaño del Estado, son algunos de los puntos enfocados a infundir certidumbre y restaurar la confianza de los inversionistas. Sin embargo, las reformas estructurales implementadas desde la década de los noventa no han tenido los resultados esperados y han fracasado en lograr crecimiento sostenido y reducción de la pobreza (Jiménez, 2011).

### **3 Los límites al crecimiento desde la política económica**

Una economía abierta al exterior enfrenta dos problemas esenciales para llevar a cabo su política económica: equilibrio interno y equilibrio externo. Por equilibrio interno se entiende que la economía alcanza el pleno empleo con estabilidad de precios, esto es cuando el producto alcanza su nivel potencial y el externo hace referencia al equilibrio en la balanza de pagos.

La constante internacionalización de la economía ha hecho que los países estén cada vez más vinculados y por lo tanto sean más dependientes entre sí, lo que ha significado una restricción en cuanto a instrumentación de la política económica. Cuadrado (2010) menciona que son cuatro los tipos de restricción sobre la política económica: el principio de la paridad del poder adquisitivo, el principio de la paridad de los tipos de interés, el enfoque monetario de la balanza de pagos y las expectativas de los agentes económicos.

El primero sugiere que ha de existir un nivel general de precios similar entre los países con los que se comercia para no sufrir distorsiones en el tipo de cambio y por ende obstáculos en la instrumentación de la política monetaria y fiscal.

El principio de la paridad de los tipos de interés establece que el tipo de interés en el largo plazo no debe diferir en gran medida del observado en el exterior ya que con la continua movilidad de capitales es un factor que puede derivar en problemas de balanza de pagos.

Por otro lado, desde el enfoque monetario de la balanza de pagos cualquier expansión o contracción monetaria influye sobre los tipos de interés, nivel general de precios y en la cuenta corriente. Asimismo, las expectativas de los agentes son capaces de incidir sobre los tipos de cambio, la movilidad de los capitales y en la dirección de la política económica. De tal suerte que es menester que toda economía abierta al exterior se procure una disciplina macroeconómica para que no experimente serias divergencias en sus variables con los países relacionados.

Un desequilibrio externo, o un deterioro en la cuenta corriente, es visto como una consecuencia del desequilibrio interno de la economía. Éste se puede presentar ya sea mediante shocks de oferta o por causas internas como el diferencial de inflación donde se produce una pérdida de competitividad y apreciación del tipo de cambio real y/o por el déficit público, ya que la financiación del mismo repercute en variables tales como la tasa de inflación y la tasa de interés, lo que modifica los niveles de competitividad, tipo de cambio y movimientos de capital (Cuadrado, 2010).

Siguiendo a este autor, en un país con tipo de cambio flexible<sup>11</sup>, la política monetaria es capaz de incidir sobre el nivel de renta a través del tipo de cambio y no por medio de la tasa de interés, siendo la política fiscal inefectiva ya que su efecto expansivo se ve contrarrestado por el desequilibrio que origina en el sector externo al expandir las importaciones y deprimir las exportaciones. Sin embargo, esta visión hace uso de supuestos poco realistas y que no siempre se materializan en la realidad (Spiegel, 2007).

## **Conclusiones**

No existe un único instrumento de la política económica por el que se pueda influir a la actividad. En este capítulo se han expuesto las dos principales escuelas sobre el cómo se debe intervenir y las consecuencias de la política económica. Sin embargo, es importante considerar que el mejor método es que el crecimiento sea con estabilidad de precios, lo que sugiere que tanto las curvas de oferta como la de demanda agregadas crezcan en la misma proporción para evitar la distorsión de precios.

Hasta el momento se ha expuesto cuáles son los principales temas que encierra la política económica tanto para las economías cerradas como abiertas y

---

<sup>11</sup> En el caso de que en la economía exista un régimen de tipos de cambio fijos, la coordinación de la política fiscal y monetaria (política fiscal expansiva y política monetaria restrictiva) puede alcanzar tanto el equilibrio interno como externo (Cuadrado, 2010).

se ha argumentado que sin duda los instrumentos de la política económica son necesarios para el desarrollo de las economías.

Este capítulo ha expuesto las principales vertientes de la política económica (fiscal y monetaria) expresando que la alternancia de ellas puede favorecer el crecimiento y la estabilidad macroeconómica. No obstante, el arduo debate entre las formas de la política económica y su incidencia en los fenómenos macroeconómicos nos influye a estudiar la necesidad de la estabilidad de los precios, pues estos junto con la dinámica externa son limitantes para el crecimiento de las economías. De esta forma en el siguiente capítulo profundizamos en la necesaria estabilidad de precios para el mejor desarrollo de la economía.

## Capítulo 2

### La estabilidad de precios como pilar del crecimiento

El capítulo tiene dos objetivos: 1) exponer los argumentos esenciales sobre los que se basa el Régimen de Objetivos de Inflación (ROI) y 2) mostrar el funcionamiento de la política económica bajo el ROI. Para el logro de ello este capítulo está estructurado por seis apartados, el primero generaliza el principio del ROI, en el segundo se exponen los efectos del crecimiento de precios sobre la economía, en el tercer apartado se muestra que la condición necesaria y suficiente para que opere el modelo del control de precios, es decir, se justifica la necesidad de la autonomía de la banca central, en la sección cuatro y cinco se exponen los fundamentos del ROI con los instrumentos de la política monetaria y fiscal. Finalmente el capítulo contiene una sección de conclusiones.

#### 1 Régimen de objetivos de inflación

Que la inflación es una cuestión adversa, es una convergencia de opinión entre casi la totalidad de economistas. La inflación, definida como un alza generalizada del nivel general de precios, puede ocasionar que el dinero pierda sus propiedades de fungir como depósito de valor, unidad de cuenta y en algunos casos llegar a dejar de servir como medio de intercambio, a la vez que supone costos económicos y sociales. Motivo por el cual ha despertado la atención de las autoridades monetarias en las últimas dos décadas y les ha llevado a diseñar un marco cuyo primordial objetivo es combatir la inflación (Bernanke, 1999).

Desde finales del siglo pasado, la política monetaria es ampliamente aprobada como efectiva (Goodfriend, 2002; Fischer, 1993) cuando su fundamental objetivo es controlar la inflación<sup>12</sup>.

Existe consenso en aceptar un abandono de la concepción monetarista y su énfasis en el control de los agregados monetarios, debido a que empíricamente se

---

<sup>12</sup> Cuando se abandona el objetivo de mantener la estabilidad de precios, se observan altas tasas de inflación como en Estados Unidos a finales de los años sesenta y durante los setenta, por lo que la política monetaria deber ser diseñada de tal manera que mantenga la inflación baja (Taylor, 1996).

evidenció una serie de inestabilidades en las curvas LM en países como Estados Unidos y Reino Unido haciendo de la elección de la oferta monetaria como objetivo una opción inviable. Como ya fue mencionado por el ex gobernador del Banco de Canadá, Gerry Bouey: “no fuimos nosotros quienes abandonamos los agregados monetarios, fueron ellos quienes nos abandonaron a nosotros”<sup>13</sup>. Sin embargo, sigue siendo un elemento fundamental el control de la inflación, solo que ahora se prefiere a la tasa de interés como instrumento operativo dejando de lado a la oferta monetaria.

Otro factor que contribuyó al cambio en la concepción de la política monetaria fue el desorden con que se efectuaba la misma. Políticas como la del *go-stop* y la creencia en el *trade-off* entre inflación y desempleo en el largo plazo enfrentaban problemas de incertidumbre que no lograban contener el alza en los precios debido a que en el primer caso, la política era de carácter procíclico, por lo que en la fase de *stop* era difícil disminuir la tasa de inflación y en el segundo caso, los bancos centrales se permitían tener una mayor tasa de inflación a cambio de mantener el empleo en un nivel menor (Goodfriend, 2007).

A raíz de los problemas que impedían a los bancos centrales hacer un uso eficaz de la política monetaria, se ideó un modelo que implementara nuevos instrumentos (Cibils y Lo Vuolo, 2004) y donde la estabilidad de precios fuera el objetivo primordial a controlar <sup>14</sup>, vista como la principal causa de distorsión capaz de alterar significativamente las variables reales, y a través de la cual aumentarían los niveles de los recursos productivamente empleados en la economía (Mishkin, 2000).

El régimen de objetivos de inflación fue pensado para la consecución de diversos propósitos. En primer lugar se buscaba anclar las expectativas

---

<sup>13</sup> Canadá adoptó el régimen de metas de inflación como respuesta a los insatisfactorios resultados obtenidos por utilizar el enfoque del *money-targeting*.

<sup>14</sup> La estabilidad de precios no significa cero inflación, generalmente se establece una banda en la que puede fluctuar. Esto ya que es difícil conseguir una tasa de inflación cero debido a que medidas utilizadas como el índice de precios al consumidor tienden a exagerar la verdadera tasa de inflación (Viñals, 1997) y el establecerse como objetivo una tasa de inflación demasiado baja, puede llevar de hecho a tener tasas negativas de inflación (Bernanke y Mishkin, 1997).

inflacionarias de mediano plazo (dado que la mayoría de los economistas concuerdan en que la política monetaria puede afectar cantidades reales como el empleo y el producto sólo en el corto plazo, aunque en este régimen se admiten objetivos de estabilización de corto plazo principalmente relacionados al producto y al tipo de cambio)<sup>15</sup> lo que permitiría a los bancos centrales utilizar de una manera más agresiva las políticas con el fin de estabilizar la economía real. En segundo lugar, se eliminaría la principal fuente de distorsiones macroeconómicas: la espiral precios-salarios impulsada por shocks en los precios de los commodities. Y finalmente, los países podrían sortear de una manera más efectiva la trampa deflacionaria (Woodford, 2012).

En su funcionamiento, dicho régimen acepta la visión endógena del dinero resultado de la optimización de las decisiones de los agentes basándose en los precios relativos por lo que la tasa de crecimiento del dinero es estable y no hace falta fijarla como objetivo final, además se vale de la tasa de interés como instrumento de control.

A través de la tasa de interés se pretende reducir la brecha del producto para lo cual es clave mantener una tasa de inflación baja (estabilizándose en el mediano plazo) que permita difuminar las distorsiones reales que se presenten en el corto plazo y así los agentes respondan de una manera óptima. Este mecanismo de control de la tasa de interés señala que la política monetaria puede realizar funciones de gestión sobre la demanda agregada, en caso de haber perturbaciones, siempre en línea con una función de reacción basada en la regla de Taylor.

El banco central al comprometerse en alcanzar un objetivo inflacionario puede en verdad mantener una inflación baja a pesar de que la tendencia persista y de que la inflación supere con más frecuencia la meta deseada (Svensson, 1997a). Adicionalmente, el régimen de metas de inflación visto desde una perspectiva discrecional, facilita la comunicación entre la autoridad monetaria y el

---

<sup>15</sup> *Íbidem.*

público y aumenta la disciplina (Rochon y Rossi, 2005) y la responsabilidad de la misma (Bernanke y Mishkin, 1997).

En este nuevo enfoque, la incertidumbre juega un papel determinante y tiene un nexo inapelable con la inflación (Ball, 1990) ya que esencialmente es la base del crecimiento<sup>16</sup>. Los factores macroeconómicos determinantes en el crecimiento se ven afectados por la incertidumbre por dos canales: la incertidumbre generada por las políticas macroeconómicas<sup>17</sup> y la disminución de la inversión a causa de la incertidumbre temporal<sup>18</sup>.

Por esta razón, el mantener un entorno macroeconómico estable es menester para procurar un crecimiento sostenido y una de las características de la estabilidad es procurar una inflación baja que en cierta medida es un indicador de incertidumbre (Fischer, 1993).

## **2 Costos de la inflación**

El principal objetivo de la política monetaria es la estabilidad de precios ya que de no tener un control de la misma y encontrarse en un entorno inflacionista, puede entrañar costos económicos. Los bancos centrales persiguen un objetivo inflacionario que se percibe como una tasa de inflación baja, y no una constancia de la misma y mucho menos una tasa negativa, que sea congruente con el contexto económico y que permita desvanecer las distorsiones en los procesos de toma de decisiones de los agentes<sup>19</sup>.

---

<sup>16</sup> Una de las razones por las que el régimen de metas de inflación ganó aceptación es porque en su diseño, la política monetaria influye directamente en una de las variables más sensibles a la tasa de interés: la inversión; que es fundamental en la demanda agregada.

<sup>17</sup> Fischer y Modigliani (1978) enfatizan que “los gobiernos generalmente anuncian programas de estabilización poco realistas mientras las tasas de inflación aumentan, creando de esta manera incertidumbre acerca de cuál será el camino que seguirán los precios”.

<sup>18</sup> Ball (1990) asume que altas tasas de inflación crean incertidumbre únicamente debido a que las autoridades monetarias responden de diferente forma al dilema de desinflación y el público desconoce el camino que ésta seguirá.

<sup>19</sup> Schiller (1996) demuestra en un estudio que realizó en diversos países que el público considera que la inflación es perjudicial porque disminuye el nivel de vida e inhibe el crecimiento económico y de hecho es catalogada como el principal problema nacional.

El ímpetu por lograr conseguir bajas tasas de inflación radica en una serie de argumentos (Bernanke y Mishkin, 1997; Rochon y Rossi, 2005) que sostienen que la inflación:

- Dificulta a los agentes distinguir los cambios en los precios relativos ya que los mismos son obscurecidos por las fluctuaciones en el nivel general de precios lo que da como resultado que las empresas y los consumidores pueden tomar decisiones erróneas sobre producción y consumo.
- Incentiva la inversión especulativa y reduce la inversión productiva debido a que las tasas nominales de interés incluyen una prima por el riesgo de inflación. Complica las decisiones de ahorro e inversión de largo plazo.
- Hace más probable que los individuos y empresas desvíen sus recursos de usos productivos a fin de protegerlos contra la inflación, lo que dificulta el crecimiento económico.
- Una alta tasa de inflación lleva a tasas de inflación aún más altas generando volatilidad.
- Incrementa el riesgo de los contratos nominales de salarios y financieros. Esto puede desembocar en crisis sociales y políticas ya que los grupos más débiles son los más vulnerables a la inflación.
- Alienta la salida de capitales propiciando desequilibrios externos.
- Reduce la competitividad internacional.

Por su parte, Fischer y Modigliani (1998) muestran que los efectos o costos de la inflación pueden variar dependiendo del tipo de estructura institucional de la economía y el grado de anticipo de la inflación, es decir, si la inflación es totalmente anticipada o no.

De acuerdo con estos autores, en una economía enteramente anticipada a la inflación, los costos de la misma pueden derivar únicamente de dos fuentes posibles: la ausencia de pagos de interés de la moneda y de los costos de menú (*menú costs*) de cambiar constantemente precios y salarios.

En el primer caso hay una reorganización de las transacciones debido a los mayores costos de retención de dinero. Como no hay forma de pagar intereses sobre la moneda y todos los demás activos están indexados, la inflación debería llevar a una caída en la demanda del dinero debido a la retención. A este efecto se le conoce como el costo de la suela de zapatos (*shoe-leather cost*) y sugiere que la inflación supone un costo ya que la demanda de dinero es inferior a la socialmente óptima lo que conlleva a tener pérdidas de eficiencia y bienestar social (Bailey, 1956; Feldstein, 1979; Viñals, 1997)

El otro costo de inflación anticipada son los costos de menú (Mankiw, 1985) que implican pérdidas en el tiempo y recursos que se utilizan para ajustar los precios con más frecuencia en un entorno donde los precios están subiendo.

Por otro lado, en una economía donde la inflación no es anticipada, pueden existir grandes costos sobre los contratos nominales que desembocarían en una redistribución del ingreso y bienestar. Esto ya que los salarios mantienen un rezago con respecto a la inflación por lo que se provoca un traspaso de los salarios a los beneficios.

Finalmente, en contraste con la primera proposición, resulta que en la práctica, es difícil predecir con exactitud el curso que tomará la senda inflacionista, por lo que existen costos derivados de la incertidumbre sobre la inflación. Primeramente, la incertidumbre hará que se reduzca el atractivo de los activos nominales y aumente el atractivo de los activos reales como 'coberturas' contra la inflación. Tal decisión puede resultar en una disminución en el ahorro y, finalmente, también en la inversión física. En segundo lugar, la incertidumbre conlleva a que exista una reducción en los contratos de largo plazo, además de incentivar el uso de contratos indexados.

## **2.1 ¿Es siempre perjudicial la inflación?**

Diversos estudios han demostrado que el régimen de metas de inflación se ha erigido como un proyecto exitoso. Mishkin y Schmidt-Hebbel (2001) basados en algunos análisis concluyen que el régimen de metas de inflación ha permitido

reducir la volatilidad del producto y ha ayudado a disminuir las expectativas de inflación a la vez que se da un mejor tratamiento ante shocks inflacionarios por lo que es un buen marco para la política monetaria.

De igual manera, el ROI permite frenar la volatilidad de la inflación y de las tasas de interés (Neumann y von Hagen, 2002; 144), ayuda a mejorar la estabilidad económica (King y Ma 2001) y en los países emergentes, aunque la evidencia señala que si bien la volatilidad del producto, de la tasa de inflación, de la tasa de interés y del tipo de cambio han sido mayores que en los países desarrollados, el régimen ha logrado forjar la credibilidad necesaria para disminuir la inflación (Fraga, Goldfajn y Minella, 2003).

Debelle (1997) y Debelle, Masson, Savastano y Sharma (1998) observaron en una muestra de siete países que han adoptado el ROI menores tasas de inflación, pero en algunos casos se presentaron también mayores tasas de desempleo en el proceso de desinflación lo que significa que éste trae aparejado costos. Debelle (1997) señala que es difícil saber hasta qué punto el ROI en realidad ayuda a disminuir la inflación dado que la misma también se redujo en países en los que hasta ese momento no se había adoptado el régimen, por lo que no es necesariamente un marco de política monetaria apropiado para todos los países.

Sin embargo, Ball y Sheridan (2003) encontraron que los países con un desempeño inicial pobre, es decir, países donde antes de la adopción del ROI experimentaban una alta inflación, tenderán a mejorar en relación con aquellos donde no se adoptó dicho régimen, esto por meros factores transitorios. Por lo tanto, llegan a la conclusión de que la adopción del ROI no ayuda a la estabilización del producto ni la inflación pero tampoco afecta: “Nuestros resultados no proveen un argumento en contra del ROI, pues no encontramos que tenga ningún perjuicio (273).

Otras críticas al establecimiento de metas de inflación sostienen que reduce la flexibilidad del banco central en la consecución de otros objetivos macroeconómicos (Rudebusch y Walsh, 1998), dicho régimen ha tenido un efecto

adverso en la distribución del ingreso ya que la participación de los salarios cae una vez que se ha adoptado (Rochon y Rossi, 2005) y es una coincidencia que el estabilizar la inflación estabilice el producto (Blanchard, 2003)<sup>20</sup>.

En una postura mucho más controversial, Epstein (2003) postula que si bien es cierto que el ROI ha ayudado a tener menores tasas de inflación, esto ha acarreado costos en términos de producto y no se ha logrado atraer mayor inversión extranjera. Considera que tasas moderadas de inflación no tienen efectos negativos sobre el crecimiento además de que los bancos centrales no consiguen mayor credibilidad y su forma de operar se remonta a la vieja usanza de subir los tipos de interés causando menor crecimiento, por lo que establece que la razón de la lucha por la inflación se encuentra en los intereses de grupos rentistas ya que tasas de interés más altas y una menor inflación, incrementan el ingreso de estos. Finalmente, propone una política monetaria donde el objetivo principal esté acorde a las necesidades de cada país en específico, como el empleo, la inversión o el producto.

En el mismo sentido, Arestis y Sawyer (2003a) critican el ROI resaltando los malos manejos que se puede hacer de la política monetaria al errar en la pronosticación de la inflación, lo que puede dañar la reputación y la credibilidad de los bancos centrales. Cuestionan la capacidad del banco central para controlar la inflación ya que existen factores que pueden tener impacto sobre la inflación, y donde el banco central no tiene control anulando los efectos del ROI. Del lado financiero, sostienen que en un ambiente de mercados desregulados, los desequilibrios en las hojas de balance que pueden significar costos de empleo y producción, son elementos que el ROI no tiene la capacidad de enmendar a la vez

---

<sup>20</sup> Blanchard (2003) propone un modelo donde los precios son una función de los salarios, el producto y otros elementos como el margen, la tecnología y cambios en los precios relativos, y los salarios a su vez dependen del nivel de precios, del producto y de un término estocástico. Las expectativas son adaptativas (aunque demuestra que el modelo se sostiene también con precios escalonados y expectativas racionales) y la relación inflación-producto queda como sigue:  $\pi = \pi(-1) + (\alpha + \beta)(\gamma - \gamma^*)$  donde  $\pi$  es la inflación y  $\gamma - \gamma^*$  es la brecha del producto. Los cambios en la inflación dependen de la brecha del producto pero lo interesante de su análisis es la ausencia de perturbaciones lo que significa que estabilizar la inflación  $\pi = \pi(-1) = \bar{\pi}$  también estabiliza la brecha del producto, es decir, lleva a un nivel del producto igual a su tasa natural  $\gamma_t = \gamma_t^*$ , lo que él llama la divina coincidencia.

que puede crear riesgo moral. De esta manera, el desempeño económico de la inflación en los países con ROI se antoja cuestionable.

### **3 La independencia del banco central**

A raíz de las sendas inflacionistas observadas principalmente en economías industrializadas, aunque en Latinoamérica también se vivió un periodo de constante inflación, durante la décadas de los setenta y ochenta, el público empezó a cuestionarse por qué el banco central permitía que esto ocurriera. Algunos académicos (Barro y Gordon, 1983) sugirieron que la política monetaria discrecional tenía un sesgo inflacionista inherente, ya que el objetivo del banco central para el producto real era superior a su nivel natural además de que los políticos simplemente preferían mayores niveles de producción.

Los bancos centrales eran vulnerables a presiones políticas<sup>21</sup>, la estabilidad fiscal fue vista como una condición necesaria para controlar la inflación<sup>22</sup> por lo que la distorsión de la política monetaria influenciada por una política expansionista irresponsable presiona a las autoridades monetarias a monetizar la deuda generando una inflación excesiva. Además, el desequilibrio fiscal desembocaría en una crisis bancaria y financiera que impediría a la autoridad a controlar la inflación.

Por estas razones creció la idea de que un banco central independiente era necesario para poder reducir la inflación en el mediano plazo de una forma eficiente. ¿Qué significa la independencia del banco central? Algunos autores como Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991) han clasificado la independencia del banco central en dos rubros: independencia política e independencia económica.

---

<sup>21</sup> Cibils y Lo Vuolo (2004) sostienen que un banco central independiente es necesario para que la política monetaria esté en manos de expertos y no de políticos los cuales tienen que poseer un carácter conservador para garantizar que sus esfuerzos se concentrarán en el control de la inflación y de esta manera tener una menor predisposición para disminuir el nivel de desempleo.

<sup>22</sup> En el tratado de Maastricht, para efectos de ejemplificar, se establecieron los criterios de convergencia fiscal donde quedó de manifiesto que una política fiscal expansiva puede peligrar la estabilidad de precios. Para ello se establecieron parámetros de referencia con el fin de determinar si el déficit de un país era excesivo y posteriormente negarle la entrada a la Unión Monetaria Europea donde la relación déficit/PIB debía de ser de 0.03 y la de deuda/PIB de 0.60 (Canzoneri y Diba, 1997).

La primera hace referencia a las características institucionales que apartan de la influencia política al banco central en la consecución de sus objetivos, es decir, el grado de libertad que tiene la autoridad monetaria para conseguir sin interferencia de la autoridad política, su objetivo inflacionario.

El segundo rubro se refiere a los aspectos que permiten al banco central implementar la política pertinente de acuerdo a sus objetivos. Por ejemplo, el control de la cantidad de crédito que presta al gobierno y la libertad para determinar la tasa de interés de ese crédito.

La terminología más común para referirse a esta clasificación la propusieron Debelle y Fischer (1994) que determinaron que el banco central debe tener independencia en su objetivo, o sea, libertad para determinar los objetivos de la política monetaria e independencia en sus instrumentos. En este aspecto hay similitud con la primera proposición ya que ambos autores concuerdan en que los bancos centrales son más independientes cuando el objetivo, en este caso la estabilidad de precios, está estipulado en su mandato.

La independencia de instrumentos (independencia económica en Grilli, Masciandaro y Tabellini) se refiere únicamente a la capacidad del banco central para ajustar libremente sus herramientas políticas en busca de los objetivos de la política monetaria.

Cukierman (1992) sugiere cuatro componentes de independencia del banco central: 1) los relacionados al cumplimiento, término y despido de los funcionarios, 2) si el banco central es libre de formular tanto la política monetaria como en sus objetivos, 3) acerca del objetivo establecido en su mandato, en este caso el control de la inflación y 4) el grado de limitación de los préstamos hacia el gobierno; mientras que Blinder (1999) establece que la independencia del banco central radica en la libertad que tiene para decidir cómo va a perseguir sus objetivos, en que las decisiones del mismo son irrevocables y en que debe ser independiente a los mercados financieros. La razón de que un banco sea independiente subyace en que la política monetaria actúa mediante retardos que sólo a través del tiempo

es que se pueden percibir sus efectos, contrario a las miras de corto plazo que tienen los políticos.

Otro argumento a favor de la independencia del banco central radica en la idea de que cuando más independiente sea el banco, más creíble es su lucha contra la inflación y el proceso desinflacionista conlleva a menores costos sociales (Blinder, 1999); debido a que en una economía con expectativas racionales y con total credibilidad del banco central, el anuncio de una senda desinflacionista hará que la inflación disminuya considerablemente sin tener que incurrir en costos ni en un mayor desempleo (Bernanke y Mishkin, 1997).

Para lograr con mayor eficiencia reducir la inflación, la autoridad monetaria debe ser transparente e informar al público de sus actos. Al proceder de esta manera, “el sector privado puede evaluar mejor tanto la competencia del banco central como su compromiso con la meta de inflación. Si la competencia y el compromiso del banco se consideran adecuados, su credibilidad mejora, y es más fácil para el banco cumplir con su objetivo, ya que la fijación de precios y salarios del sector privado se adapta a la meta. En ese momento, la falta de transparencia puede dar al banco más discreción para perseguir cualquier objetivo idiosincrásico. El incentivo para que el banco realice una política monetaria más o menos transparente depende, pues, de manera intrincada de su competencia y de su compromiso. Dado que la transparencia suele ser socialmente deseable, los conflictos de intereses entre el banco y la sociedad no pueden ser excluidos” (Svensson, 1997b).

### **3.1 El objetivo directo de inflación**

Existe debate sobre cuál es la mejor forma de lograr estabilizar la inflación: establecer un objetivo sobre el nivel de precios o sobre la inflación. Aunque todos los bancos centrales han preferido llevar a cabo su política monetaria siguiendo un objetivo inflacionario, aún queda abierto cuál objetivo conlleva mejores resultados.

Fischer (1994) señala que al operar mediante un objetivo sobre el nivel de precios se produce una mayor variabilidad del producto que en un régimen con un

objetivo inflacionario, esto ya que los shocks no anticipados al nivel de precios no son tratados como eventos pasados y deben ser compensados. El determinar un nivel de precios reduce la incertidumbre a largo plazo, sin embargo, dificulta la política monetaria ya que se requiere que la tasa de inflación fluctúe para revertir los efectos de choques anteriores. Otro inconveniente en este régimen deriva de si la meta en el nivel de precios es constante o se plantea una leve trayectoria ascendente, en este caso, la tasa de inflación esperada a menudo tendría que ser negativa lo cual reduce el margen de acción del banco central en caso de necesitar una tasa de interés baja o negativa para hacer frente a una recesión.

Mishkin (2001) asegura que adoptar un objetivo de nivel de precios conduce a tener periodos de deflación con costos potencialmente altos lo que hace a la política monetaria no tener una guía relevante y por lo tanto difícil de conducir dado que la deflación promueve la inestabilidad financiera vía una tasa de interés cercana a cero, generando así mayor variabilidad en el producto.

Dada las desventajas que supone el tener una meta de nivel de precios, se prefiere operar mediante un objetivo de inflación puesto que permite ignorar shocks inflacionarios temporales (Fischer 1996) y hacer un uso más eficiente de la política monetaria.

Una de las principales características del régimen de metas de inflación es proveer un ancla sobre las expectativas de inflación. Para ello, debe establecer un objetivo de inflación creíble. Además también tiene que ser flexible de modo que de presentarse shocks (de oferta) inesperados, tenga la capacidad de permitir a la política monetaria acomodarse de acuerdo a ellos (Almeida y Goodhart, 1997).

Cada país precisa de diferentes criterios numéricos o rangos aunque generalmente se acepta una tasa de inflación de entre 0 y 3 por ciento<sup>23</sup>. Autores como Feldstein (1997) y Poole (1999) sostienen que el objetivo inflacionario de largo plazo debe ser de cero por ciento. El primero argumenta que una tasa de

---

<sup>23</sup> Mishkin (2001) argumenta que el objetivo de inflación va en función de lo que Alan Greenspan (2001) define como estabilidad de precios: aquella tasa de inflación que es lo suficientemente baja que las familias y las empresas no la toman en cuenta en sus decisiones diarias.

inflación de cero daría como resultado tener sustanciales ganancias de ingresos reales permanentes dado que la interacción entre el sistema fiscal y la inflación conlleva a una pérdida significativa de bienestar. El segundo autor sostiene que aunque la incertidumbre puede revocarse anticipando completamente la inflación, el mantener una tasa de inflación baja sería más costoso políticamente (podría permear en la credibilidad del banco central y a la inestabilidad en las expectativas de inflación) a pesar de que se piense que un poco de inflación genere ganancias positivas en la economía real.

Establecer un objetivo de cero crecimiento de precios puede derivar en periodos de deflación la cual promueve la inestabilidad y dificulta las decisiones de política monetaria si las tasas de interés son muy bajas (Mishkin, 2001). Además, un objetivo de inflación tan bajo dificulta al banco central poder hacer frente a las recesiones al tener que bajar abruptamente su tasa de interés (Tulip, 2014). Por lo tanto, el establecer un objetivo por encima de cero puede ser beneficioso (Bernanke y Mishkin, 1999) ya que funge como una especie de colchón en un episodio de deflación.

Un último argumento a favor de una meta de inflación baja es que los bancos centrales no serían percibidos como una entidad obsesionada con controlar la inflación a expensas de la estabilidad del producto lo cual le aporta credibilidad.

La mayoría de países que tienen como régimen de política monetaria la meta de inflación han recurrido al IPC como su variable meta (Mishkin y Schmidt-Hebbel, 2006) dada la relativa sensibilidad que tiene hacia los choques de oferta y, a diferencia del deflactor del PIB, es comúnmente más conocido y más familiar a los agentes (Debelle, 1997).

El IPC, no obstante, muestra algunas falencias: se ve afectado por shocks que la política monetaria no puede controlar y que por lo tanto, no reflejan las presiones sobre la inflación subyacente como los cambios en los impuestos indirectos o los subsidios (Almeida y Goodhart, 1997).

Tener como objetivo la inflación subyacente que excluya los determinantes no monetarios de la inflación podría ser una opción, sin embargo, esta tasa carece de simplicidad estadística y en la práctica queda de manifiesto que tiende a tener un menor impacto en las expectativas además no excluye todos los shocks relevantes.

Finalmente el último aspecto en el régimen de metas de inflación es el horizonte de la política monetaria. Dado que la misma actúa en la economía mediante rezagos, el plazo fijado por el banco central para que la inflación alcance su nivel meta depende de la tasa de inflación en el momento de establecer la inflación objetivo inicial (Debelle, 1997), de la naturaleza y persistencia del shock, de la estructura de la economía, y de las preferencias del banco central (Mishkin y Schmidt-Hebbel, 2006).

El ROI es pensado como un mecanismo eficiente para estabilizar el producto ya que la estabilidad de precios aumenta el bienestar económico incrementando la eficiencia del sistema monetario y reduciendo la incertidumbre (Taylor, 1996). La justificación radica en: 1) una economía con baja inflación permite a las empresas mantener sus márgenes de beneficios sobre el promedio; 2) una economía en la que la política monetaria sostiene los márgenes que maximizan el beneficio, opera como si las empresas mantuvieran los márgenes de maximización de beneficios ajustando sus precios de manera flexible y continua; 3) tener una meta de inflación hace que la producción real se ajuste a la producción potencial (Goodfriend, 2007).

Truman (2003) cita entre los beneficios del régimen de metas de inflación sobre otras estrategias que el tener una meta inflacionaria ayuda a generar credibilidad y a anclar las expectativas de una forma más rápida y más duradera, dota a los bancos centrales de mayor flexibilidad e implica menores costos económicos.

#### 4 Política fiscal bajo el Régimen de Metas de Inflación

Debido a las características que se encuentran en los componentes de la oferta agregada, ésta tiende a progresar de una forma más lenta que la demanda agregada, la cual, mediante la rigidez de los precios, frecuentemente tiende a desviarse de su nivel de equilibrio. Dado que las desviaciones de la demanda agregada y el producto pueden tener impactos reales en el largo plazo, debe existir una política de estabilización que permita suavizar o facilitar el ajuste hacia su ruta de equilibrio cuando existan shocks que los desvíen de ese curso. El rol de la política fiscal en relación a la demanda agregada, por lo tanto, varía de acuerdo a la percepción teórica que se tenga.

En un modelo con precios flexibles (neoclásico), la política fiscal produce impactos negativos vía el *efecto riqueza* que supone la financiación mediante impuestos del aumento en el gasto, los cuales deben aumentar en la misma proporción en términos de valor presente (Barro 1979; Perotti, 2000) y que inducen a un aumento en la oferta laboral, así como en el producto y empleo, en detrimento del consumo privado (Linnemann y Schabert, 2000) y los salarios reales<sup>24</sup>. Esto como consecuencia del comportamiento *ricardiano* de los agentes, es decir, que perciben como perpetuo el incremento en el déficit del gobierno por lo que destinan parte de su ingreso a ahorrarlo anticipando aumentos impositivos.

Por otro lado, en un enfoque de corte keynesiano (IS-LM), al encontrarnos ante precios inflexibles o rígidos de carácter temporal, la política fiscal expansiva, a través del *efecto demanda agregada* (Linnemann y Schabert, 2000)<sup>25</sup>, es propensa a experimentar desviaciones que pueden derivar en periodos inflacionarios, incertidumbre y conllevar costos de ajuste (Barker, Buckle y St Clair, 2008).

---

<sup>24</sup> En este modelo, el gasto del gobierno permea directamente en el consumo privado ya que el gasto es compensado con un aumento de la suma global de impuestos. Además el aumento en la oferta laboral incide de manera negativa en la productividad marginal conduciendo a una disminución del salario real.

<sup>25</sup> Una política fiscal expansiva permite aumentar el producto, empleo y por su efecto multiplicador también aumenta el consumo. Los salarios reales también ven un crecimiento dado que la demanda agregada ahora se encuentra por arriba de su tasa natural lo que puede generar aumento de precios.

Sin embargo, la evidencia empírica ha demostrado que los resultados son diferentes e incompatibles atribuibles a los métodos usados. Ramey y Shapiro (1998) usando variables dummy, que representan a la política fiscal como exógena y no anticipada por el sector privado, llegaron a la conclusión de que el aumento en el gasto militar utilizado en las guerras de la segunda mitad del siglo pasado, propició la caída de los salarios reales y aumentó el empleo.

El mismo resultado fue observado por Edelberg, Eichenbaum y Fischer (1998) en donde encontraron que el incremento en las compras del gobierno posibilitó un crecimiento en el empleo, producto y en la inversión no residencial mientras que los salarios reales, la inversión residencial y en última instancia el consumo de bienes, disminuyeron.

Por el contrario, Blanchard y Perotti (1999), aplicando vectores autorregresivos estructurales (SVAR) para analizar el efecto de la política fiscal, descubrieron que cuando el gasto del gobierno aumentó, el producto también incrementó, al igual que lo hizo el consumo privado pero con la novedad de que en su estudio observaron que la inversión privada fue desplazada. Finalmente, Perotti (2004) llevando a cabo distintos métodos concluye que no existe consenso sobre los efectos del gasto del gobierno sobre el producto, ya que algunos resultados parecen apearse más al modelo neoclásico mientras que otros son consistentes con el enfoque keynesiano.

En línea con estos estudios, surgió una nueva manera de entender los efectos de la política fiscal bajo un entorno de ROI aceptando algunas proposiciones heterodoxas. Dentro de este Nuevo Consenso Macroeconómico (NCM), el cual promulga que el ROI junto con un tipo de cambio flotante y la tasa de interés de corto plazo como su instrumento de corto plazo significan un marco de política monetaria óptimo (García y Perrotini, 2014), es bien extendida la creencia de que la política fiscal puede afectar las expectativas de los agentes en lo referente a sus ingresos a la vez que también puede mejorar la eficiencia del mercado laboral y aumentar la oferta de mano de obra, lo que significa que tiene tanto implicaciones por el lado de la demanda como por el de la oferta que afectan

la NAIRU (Arestis, 2009). La esencia en este consenso subyace en la aceptación de rigideces nominales en el corto plazo, la existencia de mercados incompletos, los costos de menú, entre otros.

Este modelo que pretende dar una explicación a los problemas relacionados con el producto, rescata la idea de la toma de decisiones de los individuos basada en la Hipótesis de Expectativas Racionales (HER), que junto con la rigidez en los mercados laboral y de dinero, son la causa de que existan desviaciones del producto de su tasa natural de equilibrio y que permitan, aunque en muy poca medida, espacio para la política fiscal incluso con comportamientos ricardianos de los agentes<sup>26</sup>.

El NMC se enfoca principalmente en la política monetaria y relega a segundo término a la política fiscal. El impacto de la política fiscal está sustentado en el efecto riqueza que proviene del aumento en el gasto público el cual puede tener también implicaciones por el lado de la oferta<sup>27</sup>. En este caso el aumento en el empleo del sector público reduciría la oferta laboral del sector privado ejerciendo una presión al alza sobre los salarios lo que disminuye el valor actual descontado del flujo futuro de ganancias teniendo una repercusión negativa en la inversión privada lo que llevaría a un menor producto potencial. Además, como consecuencia de tasas de interés mayores generadas por el aumento en el déficit, existe un desplazamiento o crowding out en la actividad del sector privado (Arestis, 2009).

No obstante, Arestis y Sawyer (2003b) hacen una crítica a algunos postulados del NCM, en especial al desplazamiento o crowding out donde concluyen que puede evitarse si la política fiscal es correctamente implementada y así tener un impacto en el ciclo económico. La primera proposición se refiere a que si el banco central responde a la expansión fiscal aumentando su tasa de

---

<sup>26</sup> Woodford (1998) sostiene que la Equivalencia Ricardiana es un caso raro de ocurrencia y que lo que impera son los regímenes de política fiscal no ricardianos. Concluye que la política óptima que se muestra como ricardiana es así debido a que el gobierno asume que la política debe ser de ese tipo y no considera que los shocks fiscales deben ser permitidos para afectar el nivel de precios y el valor actual de la deuda del gobierno.

<sup>27</sup> *Ibidem*.

interés, es verdad que se produce un desplazamiento pero en este caso no provino de la lógica del mercado sino de la respuesta de la autoridad monetaria. En segundo término se refieren a la desviación de la demanda agregada sobre el equilibrio con la oferta agregada que puede generar un tipo de crowding out. El banco central reaccionaría modificando la tasa de interés sujeto a la regla de Taylor, y el crowding out solo sería posible si se asume que debe alcanzarse de nuevo el equilibrio por el lado de la oferta y que el nivel de demanda agregada sería de todos modos equivalente a la oferta agregada. Al no existir elementos que aseguren que la demanda agregada alcance su nivel de equilibrio, entonces hay espacio para la política fiscal. Finalmente, podría existir otro tipo de crowding out debido a la Equivalencia Ricardiana pero esta proposición tiene el problema de plantear un escenario de pleno empleo.

Hemming, Kell y Mahfouz (2002) y mencionan que pueden existir otras razones por las que la política fiscal sea inefectiva. El modelo incertidumbre establece que la política fiscal parte de pronósticos, los cuales en un ambiente de incertidumbre hacen más difícil la toma de decisiones sobre qué política implementar. La segunda fuente de inefectividad proviene del carácter procíclico de la política fiscal. Esto se explica por los retardos que se generan entre el anuncio de la política a seguir y su impacto además de la duración del *business cycle*.

En tercer lugar la política fiscal puede tener un sesgo hacia el déficit debido a factores institucionales como por ejemplo, en época de bonanza, es poco realista que el gobierno aumente los impuestos o disminuya el gasto o es probable que los hacedores de política sean irresponsables en cuanto a la restricción presupuestal y por ende se transmita la carga de la deuda a las futuras generaciones. Por último, la teoría acerca de la inefectividad fiscal se ha desarrollado en países industrializados ya que en los países en vías de desarrollo, la economía es más propensa a experimentar shocks por el lado de la oferta lo que hace de la política fiscal una herramienta poco usada.

Ante estas proposiciones, Arestis y Sawyer (2003b) opinan que ninguna de estas afirmaciones es válida, en especial cuando la política fiscal es utilizada para corregir una deficiencia en la demanda agregada privada. De esta manera, la política fiscal afecta la demanda agregada y el camino que sigue ésta puede influenciar el equilibrio del lado de la oferta. La política fiscal es un instrumento para regular la demanda agregada por lo que debe ser un remedio en el contexto donde la economía necesite un impulso.

El NCM considera a la política fiscal como inflacionaria<sup>28</sup> y distorsionadora pero ya no inefectiva, por lo que se convierte en una herramienta útil para la estabilización en circunstancias anormales o en periodos deflacionarios donde la política monetaria puede tener poco impacto (Blinder, 2004) pero siempre complementándose con ésta última en no desatender el objetivo inflacionario (Debelle, 1997).

Para Bernanke (2003) la política fiscal debe ser utilizada como herramienta para impulsar la demanda agregada. Para que esto suceda, tiene que haber una cooperación entre las autoridades monetarias y fiscales no dejando de lado el objetivo inflacionario. Esto podría significar poner en riesgo la independencia del banco central pero para Bernanke el rol del banco central independiente es diferente de acuerdo al contexto. En un periodo inflacionario el banco central debe ser más cauteloso y abstenerse de participar en una expansión fiscal, pero en caso donde prevalezca la deflación, el banco central se debe mostrar más cooperativo lo cual no afecta la independencia del banco central.

Por otro lado, Leeper (2009) argumenta que incluso en situaciones normales, la conjunción de las políticas monetaria y fiscal puede acarrear buenos resultados. El estudio que realiza toma en consideración el papel contracíclico<sup>29</sup> de

---

<sup>28</sup> Para los teóricos del NCM, no importa cómo el gobierno financie su gasto, ya sea mediante la colocación de bonos o imprimiendo dinero, la cantidad excesiva de ambos siempre derivará en un periodo inflacionario.

<sup>29</sup> Auerbach y Gale (2009) encontraron evidencia empírica que permite ilustrar que la política contracíclica se ha ajustado al problema de la inconsistencia dinámica y que sirvió de estabilizador. La política fiscal expansiva pudo avivar el consumo de las familias mediante una política de recorte de impuestos bien implementada que a la vez permitió también aumentar la inversión.

la política fiscal así como los estabilizadores automáticos. Al igual que Woodford (1999), retoma la idea de que bajo ciertas condiciones, la política fiscal es la que determina en última instancia el nivel de precios y la tasa de inflación. Las expectativas juegan un rol determinante, ya que los efectos fiscales dependen en gran medida sobre el financiamiento futuro esperado, además de que estos varían a lo largo del tiempo. Para que la política fiscal funcione, es necesario que se asegure la solvencia del gobierno ya sea mediante la impresión de dinero<sup>30</sup>, la emisión de deuda nominal en lugar de real o indexada y mediante la transparencia fiscal enfocada en anclar las expectativas proporcionando información sobre qué políticas podrían ocurrir en el futuro para que así las expectativas del público y de las autoridades estén coordinadas.

A pesar de que Bernanke y Blinder argumentan que la política fiscal solo se debe utilizar solo en casos extraordinarios, un estudio realizado por Combes, Debrun, Minea y Tapsoba (2014) demuestra que la interacción entre el ROI y las reglas fiscales (donde el banco central se involucre en el diseño de las reglas fiscales y el gobierno participe en las características básicas del marco de política monetaria), tienen impacto sobre el balance fiscal y la inflación y su momento de adopción no es neutral debido a sus efectos en la política monetaria y fiscal. Ellos proponen priorizar reformas fiscales y rechazar las restricciones sobre la discrecionalidad fiscal ya que generan inquietudes en un entorno de incertidumbre.

Finalmente Arestis (2009) sostiene que la coordinación de la política monetaria con la fiscal no significa que las autoridades pierdan su independencia, de hecho es la mejor forma para la estabilización económica.

## **Conclusiones.**

La inflación es un fenómeno que desfavorece el desempeño de la economía. Por lo cual, es necesario controlar su nivel y no solo identificar las causas que lo

---

<sup>30</sup> Mediante este método el gobierno se asegura ingresos vía señoreaje, lo que aumenta el superávit neto del lado derecho la condición de equilibrio. La condición de equilibrio está dada por *Valor de mercado de las obligaciones del gobierno = Valor presente esperado de los excedentes reales netos (VPEERN)*, donde  $VPEERN = \text{ingresos totales} + \text{señoreaje} - \text{inversión y consumo del gobierno} - \text{pagos y transferencias del gobierno}$ .

determinan, pues como se discutió no solo se encuentran elementos desde la misma dinámica económica, sino también influye la percepción de los agentes ante tal fenómeno. De ahí que el control de las expectativas haya sido un instrumento relevante para la dinámica de los precios.

El arduo debate de cómo y qué determina la inflación ha sido el juicio de políticos y economistas por controlar su dinamismo, pues es de común acuerdo que la inflación desfavorece el desempeño económico. Así a partir de lo expuesto en el capítulo creemos que es necesario y adecuado establecer los objetivos de inflación en la economía y que con una banca central autónoma es la mejor medida para dejar más puro los fines de la política monetaria de la administración en turno.

Como se vio, todos los instrumentos de la política monetaria (véase apartado 4 de este capítulo) son propensos a iniciar la carrera de los precios; no obstante, un indicador muy bien adecuado ha sido la curva de rendimientos pues tal como se ha mostrado el desempeño de ella no considera elementos que modifican las expectativas de los agentes por lo que ha sido también un buen pronóstico para la fase descendente de la actividad económica. De ahí a que pensemos que cuando la inflación golpea la ganancia de los empresarios es cuando las medidas son más estrictas para el control de la misma.

## Capítulo 3

### La política fiscal y monetaria en México bajo el Régimen de Objetivos de Inflación 1995 – 2015

En este capítulo analiza la política fiscal y monetaria en México y constituye el objetivo central de la investigación, además, se defiende la hipótesis de la tesis que sostiene que el Régimen de Objetivos de Inflación es un mecanismo ineficiente para lograr crecimiento sostenido, la cual se expuso más detenidamente en la introducción general de la investigación. El capítulo está constituido por 3 grandes aspectos, el primero referente a la política fiscal centrándose en los elementos de los ingresos y egresos del estado, en el punto dos se expone cómo ha sido el desarrollo de la política monetaria enfocándose al manejo del tipo de cambio y balanza de pagos, en el tercer apartado analizamos la estabilidad de precios y el crecimiento. Finalmente el capítulo expone algunas conclusiones al respecto.

#### 1. Antecedentes

Con el estallido de la crisis en 1994 y al agotarse las reservas internacionales del banco central, se abandonó en México el esquema cambiario de bandas y se optó un tipo de cambio flexible. El banco central se concentró más en fungir como prestamista de última instancia que mantener la estabilidad de precios por lo que en el país se vivieron periodos de alta inflación<sup>31</sup>.

En el plano monetario, el régimen de agregados monetarios fue implementado y para contrarrestar la inflación y disminuir sus expectativas, Banxico aplicó una política monetaria restrictiva que se caracterizó por limitar la expansión de la base monetaria. Sin embargo, este régimen pronto dio muestras de agotamiento al no anclar las expectativas y no estabilizar ni el tipo de cambio ni la inflación debido a la inestabilidad de la relación entre la base monetaria y la

---

<sup>31</sup> En 1993 se estableció como objetivo primordial del Banco Central preservar la estabilidad de precios y se le otorgó independencia para llevar a cabo dicho objetivo.

inflación y al hecho de que el banco central no puede controlar la base monetaria en el corto plazo (Carstens y Werner, 1999).

A principios de 1995 Banxico dio muestras contundentes de su compromiso de combatir la inflación y se propusieron dos reglas de conducta que eran aplicar un techo a la expansión del crédito primario y una meta de cero acumulación de reservas a la vez que se fijaron objetivos cuantitativos. Bajo este régimen de saldos acumulados, se establecen periodos de cómputo de 28 días naturales en los cuales los bancos deben finalizar con un saldo promedio diario de cero. Si al final del periodo la cuentas es negativa, el banco pagaba dos veces el equivalente a la tasa de los CETES de 28 días y de ser positiva entonces se perdía el rendimiento que pudo haber obtenido de haber invertido el dinero.

Como señaló Castellanos (2000), para satisfacer la demanda de dinero, se decidió que la tasa de interés fuera determinada por el mercado y por acciones discrecionales de Banxico para lo cual se establecieron subastas diarias y se determinó la cantidad de saldos diarios que debía prevalecer.

Si el objetivo de saldos diarios era igual a cero, significaba una política monetaria neutral donde la totalidad de la base monetaria se corresponde con la tasa de interés de mercado. Por el contrario, Banxico aplicaba una política monetaria restrictiva, establecía un objetivo negativo en el saldo diario conocido como corto lo que suponía que no toda la demanda de la base monetaria se satisface por medio de las operaciones de mercado abierto, es decir, que el banco central no pone a disposición de los bancos los recursos suficientes a la tasa de mercado, con lo que una o varias instituciones bancarias se veían obligadas a obtener sus recursos por medio de sobregiros en sus cuentas corrientes y a pagar la penalidad mencionada anteriormente. Lo anterior producía un incremento en la tasa de interés ya que las instituciones buscaban obtener fondos en el mercado de dinero.

Una vez que se pudo moderar la inflación, en 1999 las autoridades anunciaron un objetivo de mediano plazo que se pretendía lograr en el 2003 y

cuyo techo era del 3%. En el año 2000 se fijó un objetivo intermedio de 10% y de 6.5% y 4.5% para los años 2001 y 2002.

La transición hacia el régimen de objetivos de inflación ROI se completó en 2001 cuando Banxico anunció formalmente la adopción de dicho régimen y donde se definieron los elementos más importantes entre los que sobresalen: el anuncio de una meta de inflación del índice nacional de precios al consumidor (INPC) de 3% con un intervalo de +/- un punto porcentual, la descripción de los instrumentos que utiliza Banxico para alcanzar su objetivo y la conducción de la política monetaria mediante en esquema de transparencia y comunicación.

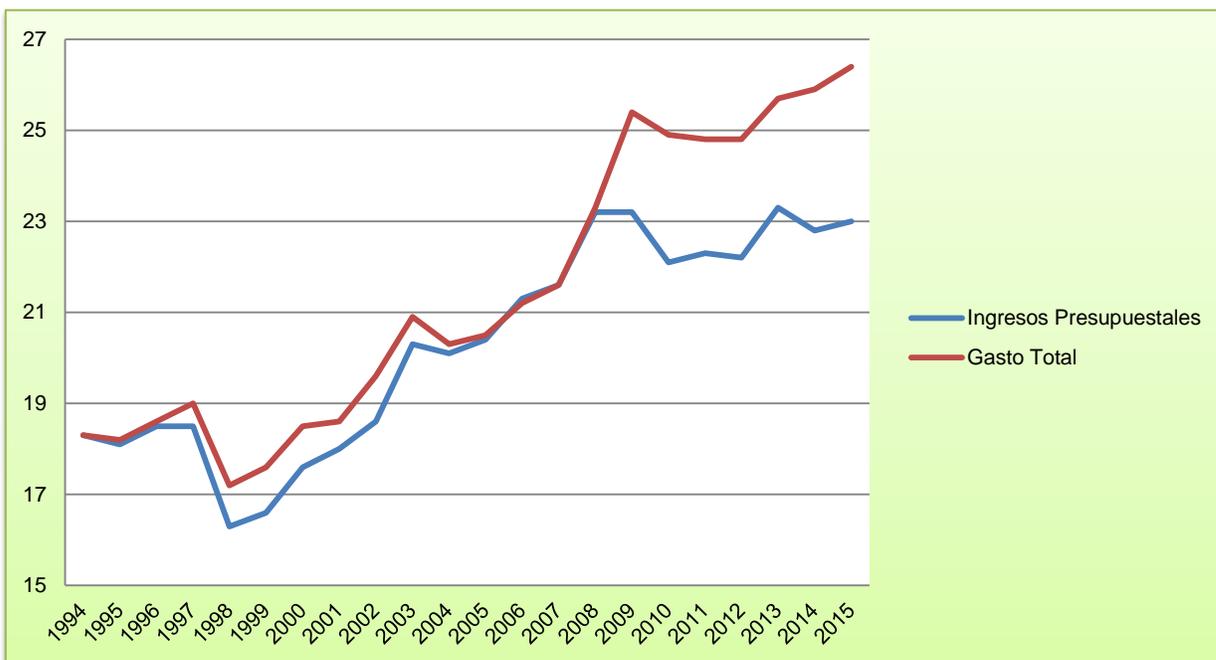
## **2 Equilibrio fiscal bajo el régimen de objetivos de inflación**

En el Nuevo Consenso de Whashington (NCW) se entiende por estabilidad macroeconómica un entorno de baja inflación y un manejo adecuado de los déficits presupuestarios en detrimento del papel contracíclico de la política fiscal y monetaria, lo cual es clave para lograr un crecimiento sostenido. Los déficits fiscales generan inestabilidad macroeconómica en forma de inflación y desequilibrios con el exterior por medio de la cuenta corriente además de generar una deuda pública creciente.

Por esta razón, la recomendación del Consenso de Washington (CW) era mantener un equilibrio fiscal a través de la implementación de reformas fiscales y una política fiscal restrictiva, que en el caso de México, junto con la fuerte crisis sufrida en 1994, llevaron a un estancamiento en los ingresos presupuestales y a un gasto público muy limitado, sobre todo en el rubro de capital.

Gráfica 3.1

Participación en el PIB del Gasto Total e Ingresos Presupuestales, 1994-2015 (% del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos de la SHCP

En la gráfica 3.1 se observa que la tendencia de los ingresos presupuestales y el gasto es la misma y describen un comportamiento idéntico incluso después de la crisis financiera de 2008. En el año de 1995, la crisis que azotó al país y terminó desembocando en una crisis de diversas dimensiones (cambiaria, bancaria y crisis de impago), propició una disminución en los ingresos por lo que también se llevó a cabo un reajuste del gasto. Sin embargo, el gobierno empleó una serie de medidas dentro de las cuales destaca una racionalización del gasto y la disminución de estímulos fiscales (Martínez, Caamal y Ávila, 2011) para no desatender el balance en las finanzas públicas logrando de esta manera dejar inalterado el balance público (ver gráfica 3.2).

A pesar de la grave crisis ocurrida un año antes, en 1996 comienza la recuperación económica donde el gobierno fue incapaz de continuar con el fortalecimiento de las finanzas públicas en los años posteriores. Esto se debe a que aunque hubo un aumento en los ingresos tributarios, en 1998 los precios del petróleo disminuyeron de tal manera que los ingresos no tributarios más que

compensaron a los primeros. También hay que señalar que el rescate bancario contribuyó al deterioro de las finanzas del gobierno.

Después del año 2000 la política de gasto se enfocó en los rubros de educación, salud y seguridad y para el año 2002 se lanzó el programa Oportunidades y en el 2003 se implementaron programas sociales como el PRONABES y se llevaron a cabo una serie de reformas estructurales con el fin de reactivar la economía que se encontraba estancada.

Del año 2004 en adelante, la prioridad del gobierno fue la estabilidad macroeconómica y la política se basó en reducir el déficit fiscal. Cabe mencionar que en todo este transcurso de tiempo se pusieron en marcha una serie de reformas fiscales que financiaron el insuficiente gasto público.

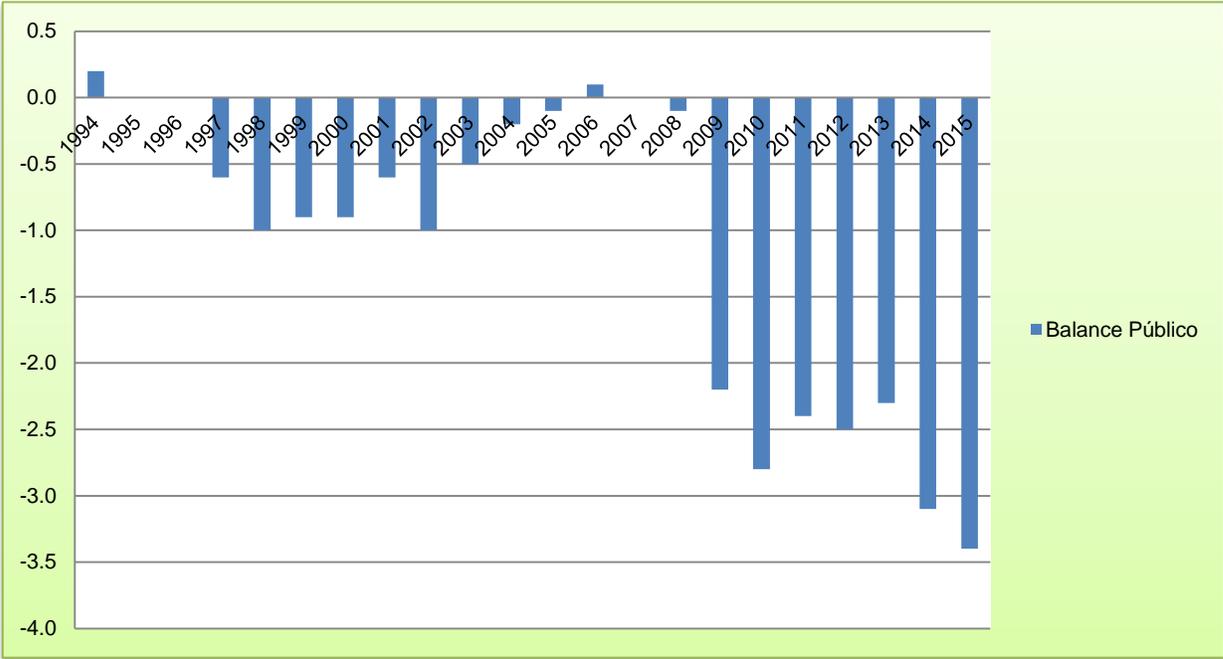
El objetivo de la política fiscal en México se ha limitado a la captación de recursos económicos para equilibrar el gasto público y que éste se financie con la totalidad de recursos fiscales. Además, se llevó a cabo un proceso de privatizaciones de empresas estatales para reducir la carga del Estado. Es decir, el gobierno federal se ha empeñado en reducir la brecha entre el gasto y los ingresos públicos a fin de proporcionar condiciones favorables para el crecimiento.

Lo que se busca es mantener unas finanzas públicas sanas mediante una meta de déficit cero pretendiendo que el gobierno obtenga un superávit primario lo cual le permita hacer frente a sus obligaciones del pago por el servicio de la deuda. Con este propósito, el gobierno se ha decantado por la disminución del gasto público destinado a la inversión y el recorte a programas sociales priorizando el pago de la deuda y la protección del capital financiero (Inzunza y Sánchez, 2012).

Sin embargo, no se ha podido resolver el problema de la estrecha base gravable que se explica por la regresividad de los impuestos y el infructuoso combate a la informalidad que incentiva la evasión dejando al gobierno expuesto a la dependencia de los ingresos petroleros.

La política fiscal en México ha tenido un comportamiento procíclico que aunada a los bajos niveles recaudatorios, han dejado a la autoridad con poca maniobra del déficit. Como señalan Inzunza y Sánchez (2012), la política fiscal ha sido determinada con base en tres ejes fundamentales: 1) la disciplina fiscal, 2) prioridades en el gasto público y 3) las reformas fiscales y tributarias.

**Gráfica 3.2**  
**Balance Fiscal Económico del Sector Público (% del PIB)**



Fuente: Elaboración propia con datos de la SHCP

**2.1 Política de ingresos**

A raíz del ajuste macroeconómico de los años ochenta, y en aras de sanear las finanzas públicas y lograr un presupuesto más equilibrado mediante la obtención de mayores recursos públicos, se han llevado a cabo distintas reformas fiscales acompañadas de una serie de privatizaciones. Dentro de las razones por las que se han implementado dichas reformas se encuentran el fortalecimiento del sistema tributario, la compensación en las pérdidas de los ingresos presupuestarios derivada de las crisis económicas, la transparencia en la información tributaria, el combate a la informalidad, el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y

la contribución a generar un entorno de mayor certidumbre para la promoción de inversiones.

Desde su implementación, el IVA ha sufrido 5 reformas y siempre mantuvo más de dos tasas impositivas, a saber, bienes exentos, tasa cero, tasa de ciudades fronterizas y tasa general (Aportela y Werner, 2002). En 1995 como respuesta a la crisis, el gobierno se decantó por un programa de austeridad donde aumentó el IVA del 10 al 15 por ciento aunque el número de tasas quedó inalterado así como la exención de un importante número de bienes y servicios.

En el año 2000, con la llegada del nuevo gobierno, se propuso una nueva reforma fiscal so pretexto de hacer un uso más eficiente del gasto público donde se incluía la idea de generalizar el IVA. Al final eso no se materializó debido a la inconformidad de los mexicanos y a la negativa del congreso. A causa de la crisis financiera de 2008, el gobierno federal implementó una nueva reforma fiscal donde el IVA pasó del 10% al 11% en la zona fronteriza mientras que en el resto del país pasaba de 15% a 16%. Para el 2014 en su Miscelánea Fiscal, el gobierno gravó una serie de bienes en la zona fronteriza con un IVA de 16%.

En lo referente al ISR, Sobarzo (2010) señala que a pesar de las incontables modificaciones que se han hecho a este impuesto, sobresalen dos: la introducción del esquema de integración donde los dividendos y las ganancias de capital (exceptuando las operaciones de la bolsa de valores) se hacen acumulables al ingreso personal, y la introducción del Impuesto al Activo (IA) en 1989, mismo que desaparece en 2008. Bajo la reforma hacendaria de 2007, se creó el Impuesto Empresarial a Tasa Única (IETU), que sustituyó al IA y se aprobó el Impuesto sobre los Depósitos en Efectivo (IDE) con una tasa de 2% en los depósitos mayores a 25,000 pesos mensuales. El IETU fue pensado con la finalidad de mitigar la evasión fiscal empresarial del ISR y el IDE para combatir la informalidad y la prevención de lavado de dinero.

En 2009 el ISR en su límite superior se incrementó de 28 a 30 por ciento durante tres años, para que en el 2014 regresara a su nivel de 28%, siendo actualmente del 35%. El IDE pasa al 3% y este impuesto desaparece en el 2014.

**Cuadro 3.1**  
**Evolución y estructura de la recaudación del Gobierno Federal (% del PIB)**

Concepto	1995-2004	2005-2015
Total ingresos	18.26	22.31
Petroleros	4.9	7.85
No petroleros	13.36	14.5
Tributarios	8.63	9.28
ISR	3.74	5.1
IVA	2.71	3.62
IEPS	1.38	0.05
Importación	0.43	0.24
Otros	0.36	0.3
No tributarios	1.33	1.53

Fuente: Elaboración propia con datos de la SHCP

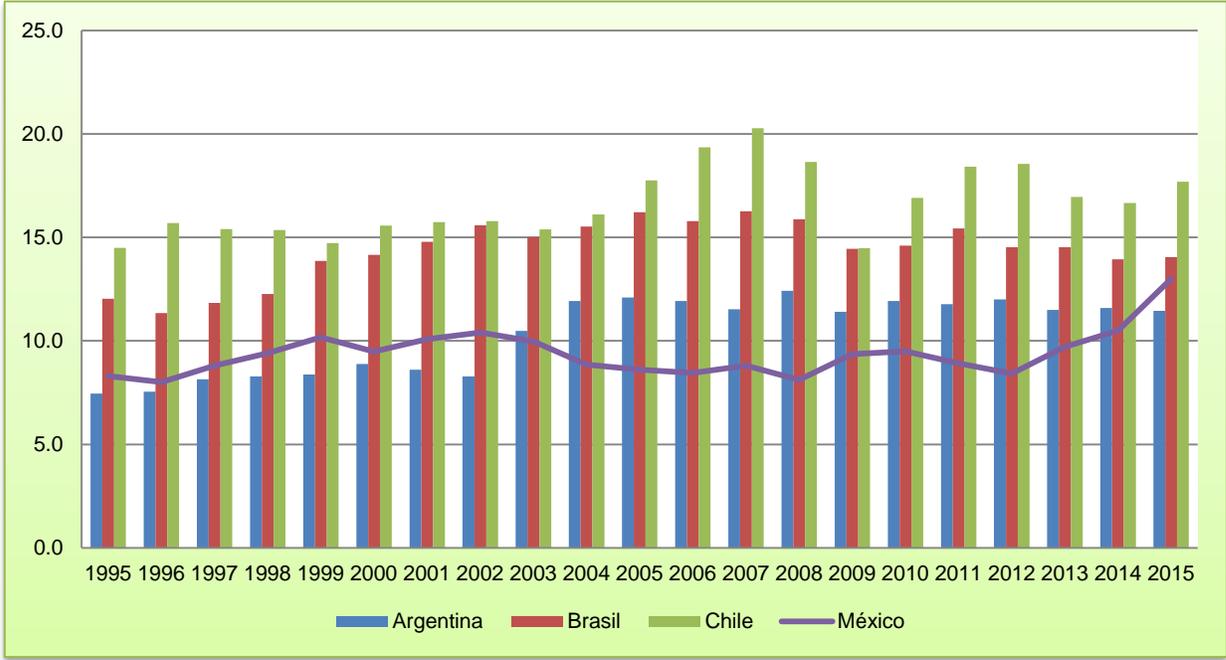
En el cuadro 3.1 vemos cómo a pesar de las reformas impulsadas por el gobierno, los ingresos presupuestarios han subido solamente 4 puntos porcentuales del PIB y los tributarios no han subido ni 1% como proporción del producto dejando claro la ineficiencia del gobierno a la hora de recaudar.

Es bien sabido que México es un país que recauda poco a pesar de las constantes reformas fiscales que han buscado ampliar la base tributaria cuyos resultados no han sido los esperados. A eso hay que sumarle la gran dependencia en las finanzas públicas de los ingresos petroleros lo que hace que los ingresos totales sean altamente volátiles.

En la gráfica 3.3 se observa que la carga fiscal en México se ha mantenido estable hasta el año 2014 con un despunte, aunque sigue siendo baja en términos del PIB en relación a los países estudiados. Argentina pasó de tener una carga fiscal de 7.5 en 1995 a 11.5 en 2015, Chile pasó de 14.5 a 17.7 en el mismo periodo. Brasil fue el que menos creció debido a las fuertes crisis que han azotado

al país, y solo en los dos últimos años México ha conseguido ampliar sus ingresos a raíz de la Reforma Hacendaria de 2014.

**Gráfica 3.3**  
**Ingresos Tributarios (%del PIB)**

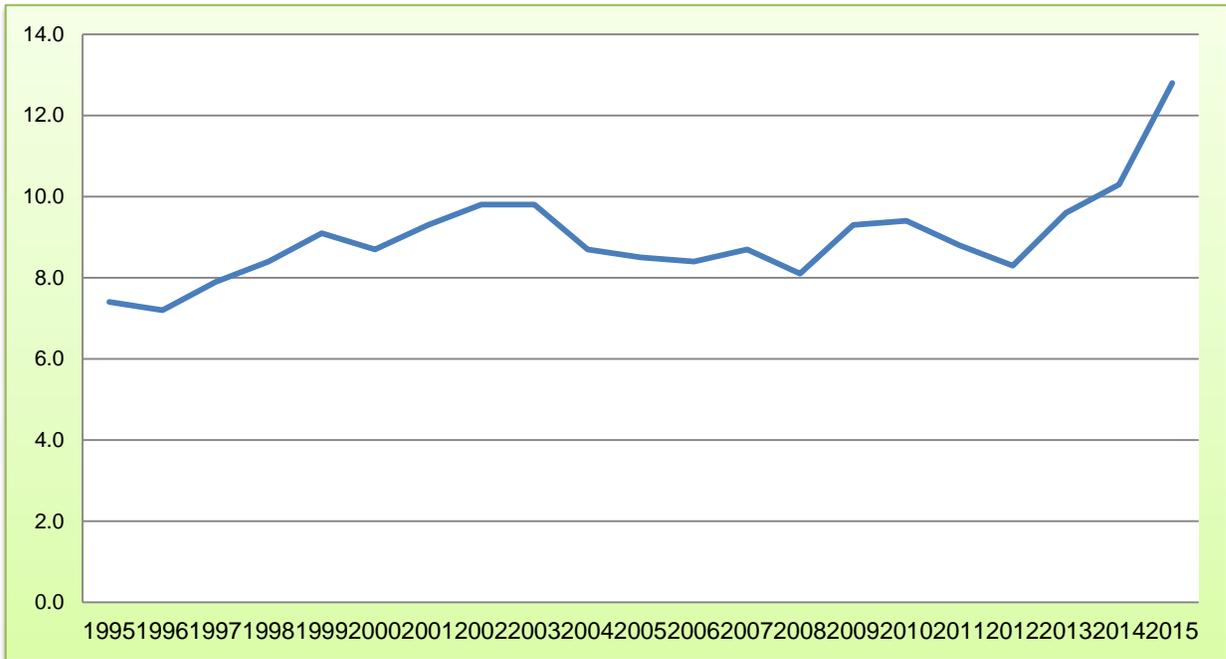


Fuente: Elaboración propia con datos de la CEPAL

México siguió las recomendaciones de los organismos internacionales que sugerían aumentar la base gravable haciendo especial énfasis en los impuestos de más fácil recaudación como son los impuestos al consumo no obstante la regresividad que éstos representan. A pesar de las reformas hechas al sistema fiscal descritas anteriormente, México continúa mostrando niveles bajos de recaudación<sup>32</sup>. La gráfica 3.4 muestra que los ingresos tributarios en México han tenido un comportamiento uniforme durante el periodo a pesar del aumento en la recaudación del IVA e ISR, despuntando en 2014 gracias la Reforma Hacendaria de 2014 (ver gráfica 3.6). No obstante, en la gráfica 3.5 se observa que los ingresos no tributarios representan casi la mitad de los recursos públicos teniendo una gran participación en ellos los ingresos provenientes del sector petrolero.

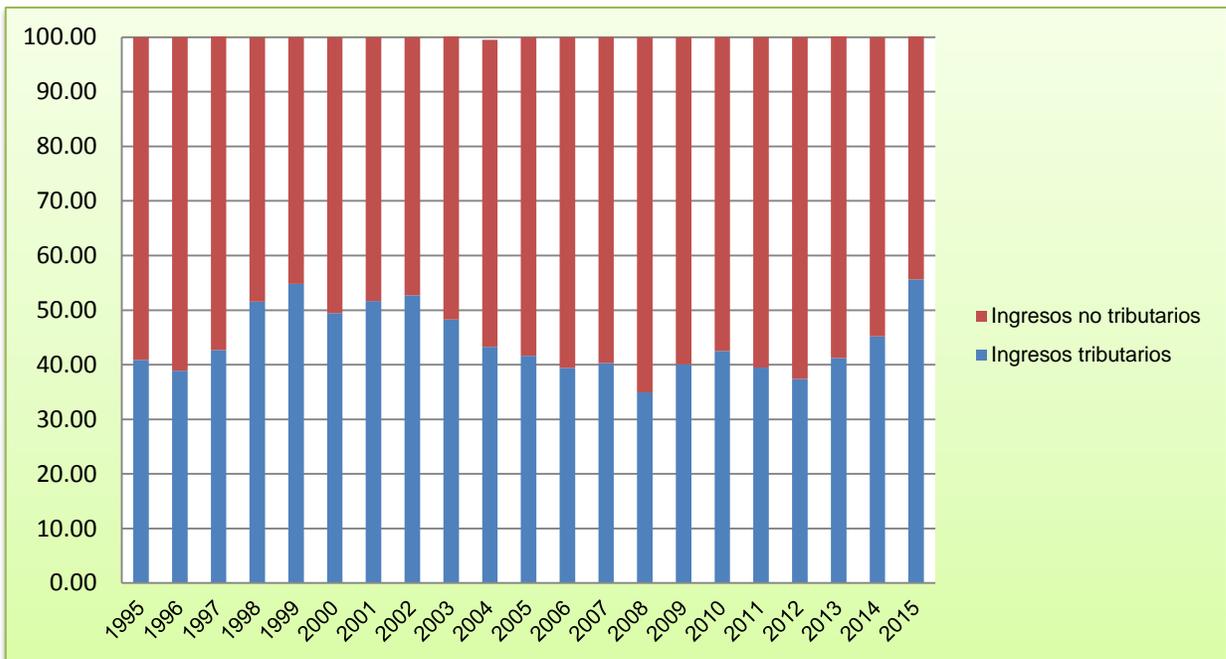
<sup>32</sup> Las recomendaciones de los organismos internacionales se dirigían hacia una reordenación de los ingresos tributarios dando mayor importancia a los impuestos indirectos sobre los directos. Es decir, se proponía gravar al consumo en lugar de gravar al ingreso.

**Gráfica 3.4**  
**Ingresos Tributarios (% del PIB)**



Fuente: Elaboración propia con datos de la SCHP

**Gráfica 3.5**  
**Participación de los ingresos tributarios y no tributarios en los ingresos totales del Sector Público**



Fuente: Elaboración propia con datos de la SCHP

En las últimas dos décadas, se ha invertido el peso relativo de los impuestos ya que en los ochenta tenían mayor participación los impuestos sobre el comercio y los impuestos sobre ciertos bienes y servicios. En la actualidad observamos que el IVA y el ISR tienen una mayor ponderación en detrimento de otros impuestos (Mayer-Serra, 2014).

En relación al ISR, el gobierno recauda la mayor parte de los asalariados y personas morales. De acuerdo con datos de Hacienda, alrededor del 30% de los ingresos provenientes de este rubro proceden de personas morales. Como señala Mayer-Serra (2014), a diferencia de lo que ocurre en otros países, en México se grava en mucha más medida a las empresas que a las personas físicas ya que éstas, junto con los trabajadores no asalariados, tienen mayor espacio para la evasión fiscal<sup>33</sup>.

Para el año 2012, solo el 32.87% de la población estaba registrada ante Hacienda como contribuyente activo y solamente el 20% pagaba impuestos<sup>34</sup>. Por su diseño y estructura, el ISR en México se comienza con una tasa muy baja (1.92%) en comparación con los países de la OCDE y su tasa máxima (35%) apenas se encuentra en la media. A esto hay que añadir que muchos de los países desarrollados cobran un impuesto federal y uno local y en México la fiscalización la lleva a cabo el gobierno central.

Hasta el 2014, los ingresos provenientes de las ganancias de capital obtenidas por la enajenación de acciones en la bolsa de valores, se encontraban exentos de impuestos. A partir de entonces estos ingresos se gravan con una tasa de las más bajas en el mundo que es del 10% además de tener sus limitaciones. Esto junto con las deducciones empresariales genera un entorno de desigualdad social que se ve reflejado en la distribución del ingreso.

---

<sup>33</sup> Existe una gran evasión por parte de las personas físicas ya que no declaran la totalidad de sus ingresos. Un ejemplo es el caso de arrendamiento donde la evasión representa hasta el 70% de la recaudación potencial de esta actividad (Diagnóstico del Sistema Fiscal Mexicano, Centro de Estudios de las Finanzas Públicas (CEFP), México, 2010, sección II, Política de Ingresos, pp. 38-39. 2010).

<sup>34</sup> *Finanzas Públicas*, Centro de Estudios de las Finanzas Públicas (CEFP), México, 2014, p 25.

El Coeficiente de Gini para México sigue siendo alto en relación a los países europeos y a algunos de desarrollo similar. Al comparar la distribución del ingreso antes y después de ingresos y transferencias vemos que en México se mantiene prácticamente igual al pasar de .472 a .466. La redistribución más exitosa la tienen Irlanda (de .591 a .331), Alemania (de .492 a .286) y en la región destaca Uruguay (de .492 a .457) y Argentina (de .475 a .447)<sup>35</sup>.

Aunado a la base tributaria de por sí reducida, el régimen del ISR en México ofrece a las empresas exenciones, deducciones y regímenes especiales para una serie de actividades económicas que ensanchan aún más la base tributaria. Los gastos fiscales representan un alto porcentaje del producto donde el ISR y el IVA representan el mayor monto relativo.

Dentro de los gastos fiscales relacionados al ISR se encuentran deducciones, tratamientos especiales, subsidio al desempleo, ingresos exentos por salario y otros ingresos exentos. Del lado del IVA se encuentran los bienes y servicios exentos, tasa cero y tasa preferencial. En 2008 los gastos fiscales alcanzaron un nivel que significó el 7.4% del PIB.

**Cuadro 3.2**  
**Gastos fiscales en México (%del PIB)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
ISR	3.27	3.2	4.24	3.28	3.01	2.42	1.68
IETU	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.92	0.65
IVA	1.89	2.01	1.99	1.94	2.14	2.01	1.32
IEPS	0.81	0.32	0.18	0.18	0.48	1.91	0.26
Estímulos fiscales	0.36	0.2	0.23	0.16	0.27	0.13	0.05
Total	6.33	5.73	6.64	5.56	5.9	7.39	3.96

Fuente: Tomado de Diagnóstico del Sistema Fiscal Mexicano CEFP, 2010.

En lo referente al IVA, se han hecho modificaciones acorde a las recomendaciones de organismos internacionales que se han materializado en aumentos en la tasa general. La tendencia global se enfoca a gravar más los impuestos sobre el consumo para hacer de estos la base del sistema tributario. El IVA representa la tercera fuente de ingresos después de los ingresos petroleros y

<sup>35</sup> Beyer, H. "Sobre impuestos, Desigualdad y Reforma tributaria", *Centro de Estudios Públicos*, Chile, 2014.

el ISR. Sin embargo, a pesar de estos aumentos, México es de los países con menores ingresos por IVA de la OCDE.

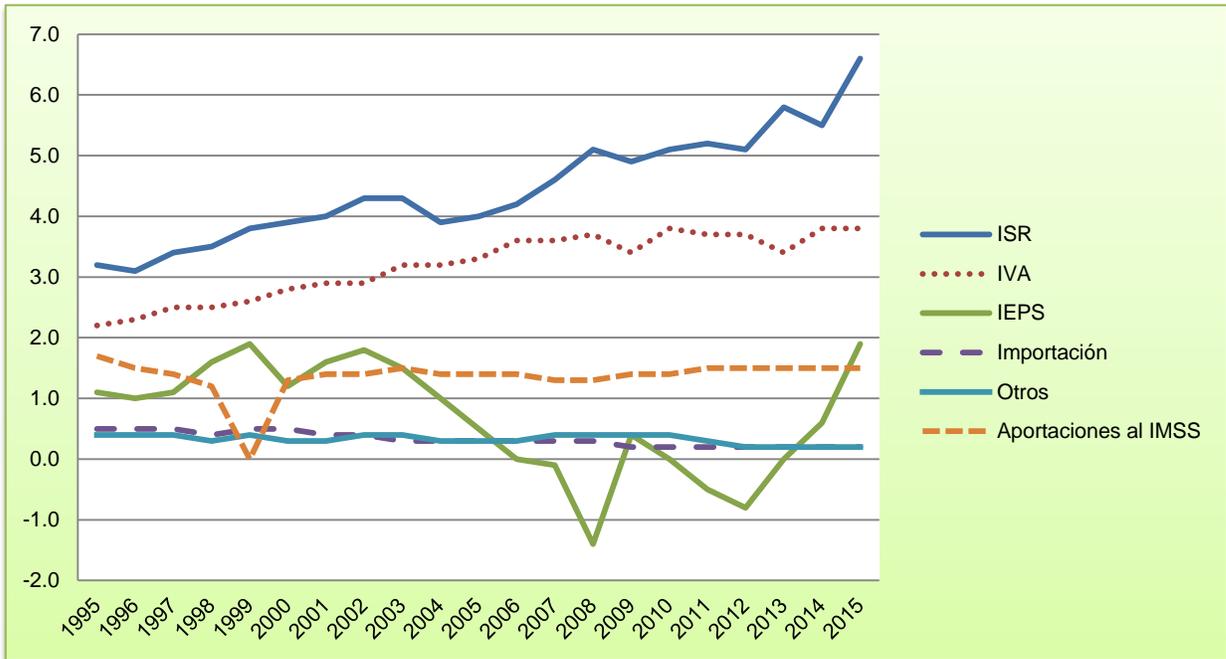
La atención del gobierno central por este impuesto radica en su relativa sencillez y facilidad para la generación de ingresos públicos. No obstante, se ha argumentado que la causa de la baja recaudación se debe a la estructura del impuesto<sup>36</sup> ya que existen numerosas exenciones y un gran número de bienes y servicios con tasa cero además de la evasión fiscal que representa. La razón de esta baja recaudación no se encuentra en la estructura diferenciada de tasas o que algunos bienes estén exentos sino a la incapacidad de las autoridades para recaudar todo tipo de impuestos, no el IVA en específico (García-Alba, 2006). Este mismo autor señala que la evidencia empírica revela que cuando se modificó la tasa a productos ahora con tasa cero, sus efectos sobre la recaudación habían sido imperceptibles, de modo que el aplicar una tasa sobre productos como los alimentos y medicinas no necesariamente conduce a mayores ingresos públicos por este rubro.

Aunque en términos absolutos los deciles más altos son los que contribuyen más por concepto de IVA, este impuesto sigue siendo regresivo ya que debido a la alta concentración del ingreso y del consumo, las personas con menores recursos se ven más afectadas al gravarse una mayor proporción de su ingreso.

---

<sup>36</sup> La estructura del IVA no difiere mucho de otros países. De acuerdo con datos de la OCDE, en todos los países miembro existen bienes exentos, en 17 de los 29 países se aplica tasa cero a ciertos bienes y en 21 países existe una tasa preferencial a ciertos productos.

**Gráfica 3.6**  
**Impuestos y aportaciones a la Seguridad Social (% del PIB)**



Fuente: Elaboración propia con datos de la SCHP

Un grave problema que enfrenta el país y que lo hace ineficiente a la hora de recaudar es el gran tamaño de la economía informal. En el año 2009 alrededor del 40% de la economía era informal lo que representa 12.6 millones de trabajadores y el 24.4% del PIB. En el 2015, 6 de cada 10 personas se encontraban en la informalidad pero sólo generaron el 23.6% del PIB con un valor agregado de 3,983,657,000,000 pesos.

Aunado a esto, los estados y municipios también recaudan poco, lo que los hace muy dependientes de las transferencias del gobierno federal. Existe espacio para la recaudación sobre todo en el rubro del impuesto predial donde la recaudación es muy baja a la vez que se ayudaría a combatir la desigualdad haciendo un programa progresivo de dicho impuesto. La Reforma Hacendaria de 2014 incentiva a los estados y municipios a recaudar más ya que en la Iniciativa de Ley de Ingresos de la Federación para el Ejercicio Fiscal de ese año se promueve la transferencia del 100% del ISR que causen sus empleados, los municipios podrán celebrar convenios con el gobierno de su entidad federativa

para que éste asuma el cobro del impuesto predial, pudiendo así aumentar la recaudación.

**Gráfica 3.7**  
**Participación de la economía informal en el PIB**



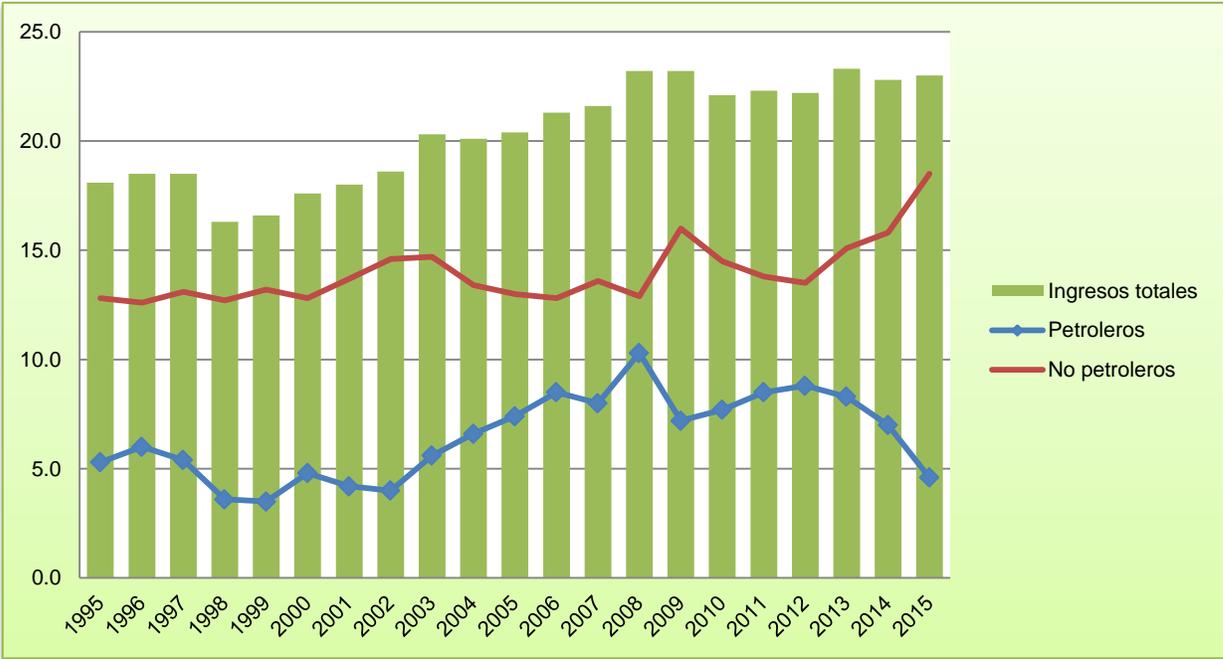
Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI

Finalmente, los ingresos públicos se han visto mermados con la apertura comercial y la liberalización de la economía ya que se eliminaron impuestos a las exportaciones e importaciones que no se han podido compensar por otros métodos, a la vez que provocó que el IEPS tenga periodos inestables incluso cuando en el 2014 y 2015 aumentó de manera notable su recaudación proveniente del consumo de gasolina y diesel.

Por otro lado, los ingresos provenientes de la venta de petróleo son un recurso clave en las finanzas del sector público debido a que México sigue teniendo una economía altamente petrolizada. Su participación en los ingresos públicos es muy volátil ya que al ser el petróleo un commodity que se negocia a nivel mundial, su comportamiento obedece a factores de índole global y no nacional.

Para ilustrar lo anterior tenemos que de 2002 a 2008 los ingresos petroleros pasaron de representar el 21.5% de los ingresos totales a 44.4%, esto como consecuencia del aumento en el precio del hidrocarburo. Los ingresos totales del sector público muestran la misma tendencia que los ingresos petroleros hasta los últimos años del periodo donde los impuestos comienzan a tener más relevancia después de implementarse la Reforma Hacendaria. Sin embargo, la participación promedio se sigue manteniendo en alrededor de una tercera parte de los ingresos.

**Gráfica 3.8**  
**Ingresos petroleros y no petroleros del Gobierno Federal (% del PIB)**

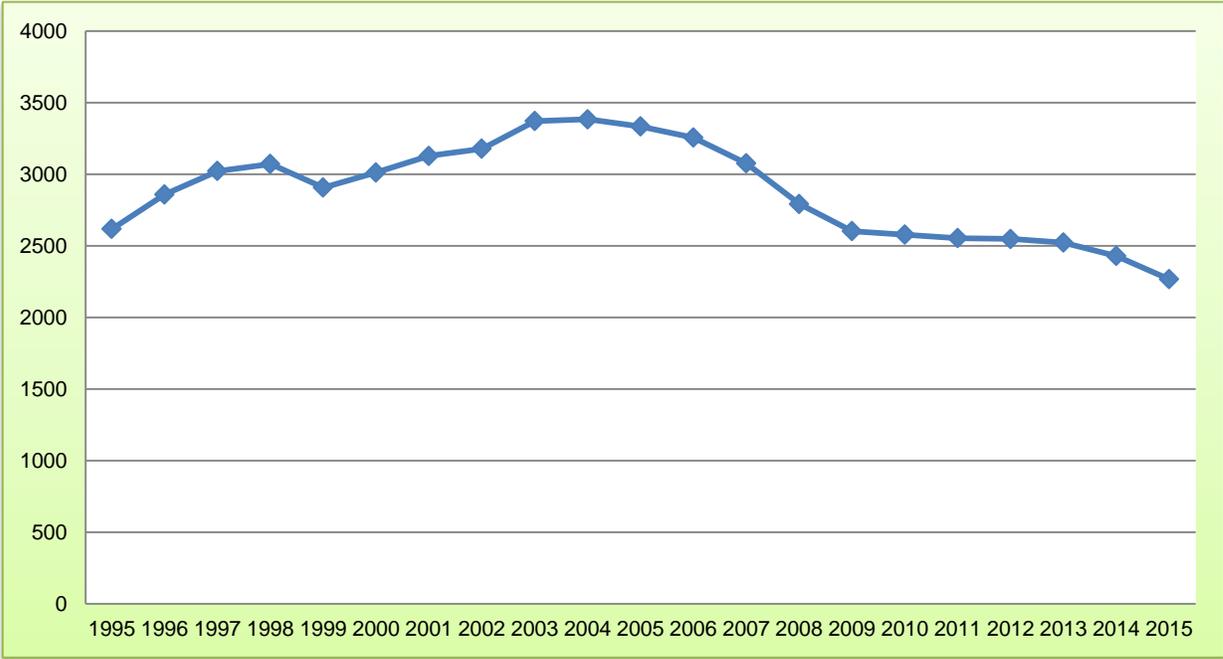


Fuente: Elaboración propia con datos de la SHCP

Durante el periodo que abarca de 1997 a 2007, el país registró una producción récord, llegando a producir en 2004 3 millones 383 mil barriles. En el 2005 la producción comenzó a caer debido al agotamiento de los principales yacimientos productores (destaca el de Cantarell) y una baja tasa de restitución de las reservas petroleras. En 2009, con todo y que el número de plataformas superó a partir de este año y hasta 2003 las mil unidades, los niveles de producción ya eran inferiores a los registrados en 1995.

En la última década, México pasó de producir 3.4 millones de barriles al día a 2.3. Esto significó que México dejara de ser una de las principales potencias petroleras a nivel global puesto que en 1981 el país era capaz de bombear 2.3 millones lo que lo colocaba en el tercer lugar, para el año de 2004 se extraían 3.4 millones al día para ubicarse en la sexta posición y finalmente en 2015 2.3 millones que lo posicionan en el onceavo lugar.

**Gráfica 3.9**  
**Producción nacional de petróleo promedio anual (miles de barriles al día)**



Fuente: Elaboración propia con datos de la SENER

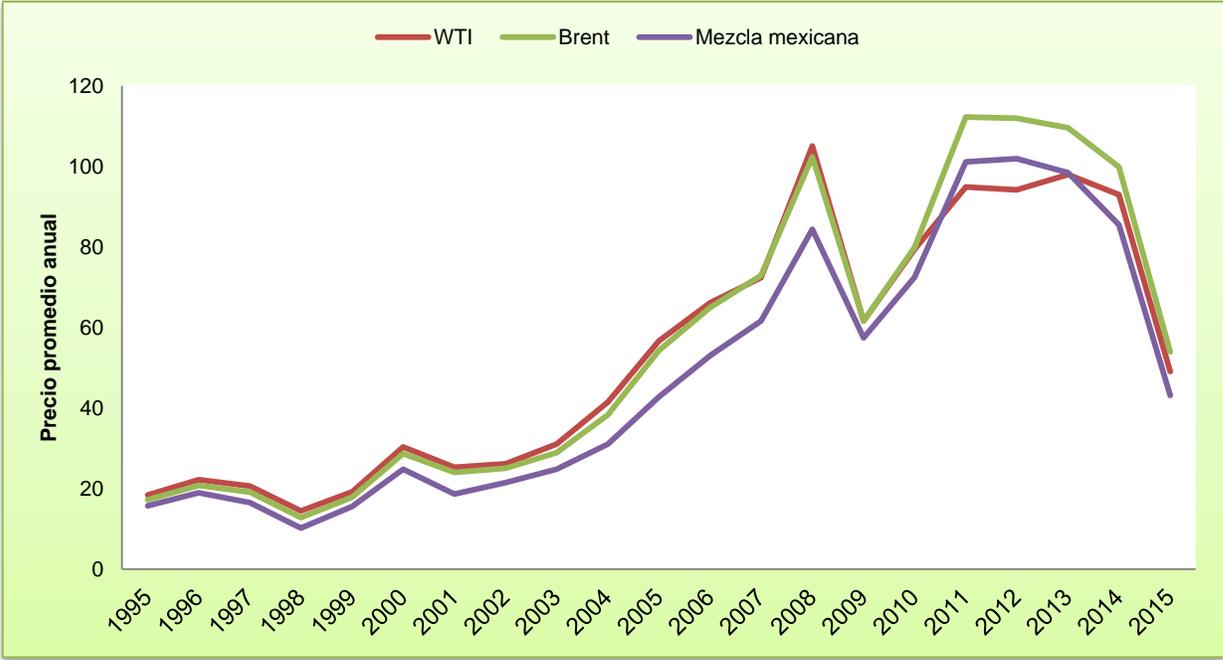
Pese a la disminución en la producción, los ingresos petroleros se mantuvieron estables hasta 2012 apoyados por los altos precios incluso llegando en 2008 a su más alta participación en lo que abarca el periodo. En 2009 se dio un fuerte descenso en el precio internacional del petróleo pero la caída en los ingresos no fue tan catastrófica ya que el titular de la Secretaría de Hacienda contrató un seguro donde se cubría de una eventual caída en los precios.

A finales del 2014 y principios del 2015 comenzaron a caer de manera dramática los precios del petróleo y con ellos los ingresos petroleros debido principalmente a: 1) la OPEP mostró excedentes en su producción de barriles; 2)

la creciente oferta de esquisto por parte de Estados Unidos y; 3) la apreciación del dólar estadounidense.

La volatilidad de los precios del petróleo ha afectado de manera negativa a los ingresos públicos y por ende a los servicios que el gobierno ofrece derivados de recortes al gasto.

**Gráfica 3.10**  
**Evolución del precio internacional del petróleo (dólares por barril)**



Fuente: Elaboración propia con datos de la SENER y del Centro de Estudios de las Finanzas Públicas

La gran entrada de ingresos de Pemex no se materializó en una modernización de la paraestatal ni en una ampliación de su planta productiva, léase refinerías y producción petroquímica. Gran parte de este aumento en los ingresos se destinó a ensanchar el gasto corriente en lugar de promover el desarrollo económico.

**2.2 Política de egresos**

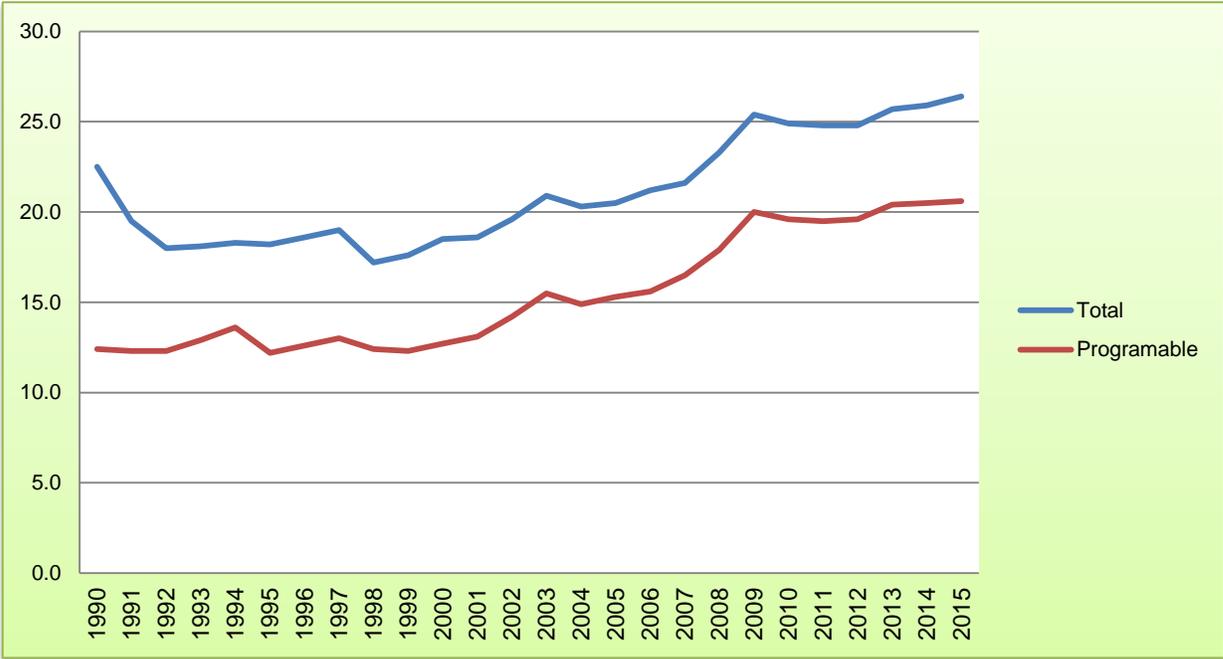
México ha venido aplicando una política fiscal restrictiva enfocada sobre todo a constreñir el gasto público. Esto ya que las nuevas disposiciones señalan al gasto público como un factor que afecta la demanda agregada creando presiones

inflacionarias, reduciendo el ahorro nacional y desplazando a la inversión privada (*crowding out*) de la actividad económica ya que el aumento en el gasto tiende a subir las tasas de interés.

La estabilidad macroeconómica tiene como una de sus bases las finanzas públicas equilibradas las cuales son una de las razones por las que México ha tenido un crecimiento mediocre en las últimas décadas. En el periodo 1995-2015 el PIB creció a una tasa promedio anual de 2.7%

En el Consenso de Washington se manifestaba que el ajuste se debía llevar a cabo priorizando el gasto público en lugar de aumentar los impuestos. Y dentro de la racionalización del gasto se daba un viraje eliminando subsidios reorientando los recursos hacia áreas donde no se compita con la inversión privada, es decir, educación y salud primordialmente.

**Gráfica 3.11**  
**Gasto total y gasto programable (%del PIB)**



Fuente: Elaboración propia con datos de la SHCP

El gasto público total se redujo durante toda la década de los noventa alcanzando su punto más bajo en 1998 y subiendo lentamente hasta 2008 de donde se ha mantenido estable.

Al analizar la estructura del gasto público por su clasificación económica, se observa que el gasto programable ha venido teniendo una mayor representación dentro del gasto total al pasar de 67% en 1995 a 78% en 2015, aunque este mayor crecimiento está destinado al componente corriente.

Al igual que el gasto total, durante los noventa se mantuvo estancado oscilando entre el 12% del PIB para en la década posterior alcanzar una proporción del 20% en 2009 de donde ya no ha despuntado. Debido a la crisis del 94, el gasto programable se adecuó a una serie de mecanismos de austeridad, por lo que para el año 1995 se redujo en 1.2 puntos del PIB, y en el año de 1998 la caída en los precios del petróleo propició que volviera descender en 0.6 puntos con respecto al año anterior.

En el periodo de 1995-2000, se tuvieron los niveles más bajos del gasto programable en 20 años y se reorientó el gasto hacia otras actividades: aumentaron los recursos ejercidos por los poderes Legislativo y Judicial en relación al ejecutivo, aumentaron los recursos destinados a las entidades federativas y disminuyeron los correspondientes al nivel federal del gobierno y por último, se destinó el gasto a fortalecer el desarrollo social<sup>37</sup>.

Durante el periodo de 2000-2006, el objetivo de la política de gasto fue contribuir a la estabilidad de precios de manera que el aumento en el gasto se explica por el incremento en los ingresos públicos procurando siempre mantener un equilibrio fiscal. A partir del 2007, la política de gasto se basó en los ejes de austeridad, eficiencia, estabilidad macroeconómica, combate a la pobreza y mejora en la seguridad pública.

Con la crisis económica de 2008, se llevaron a cabo unas medidas de estímulo fiscal que comprenden el aumento en el gasto en infraestructura,

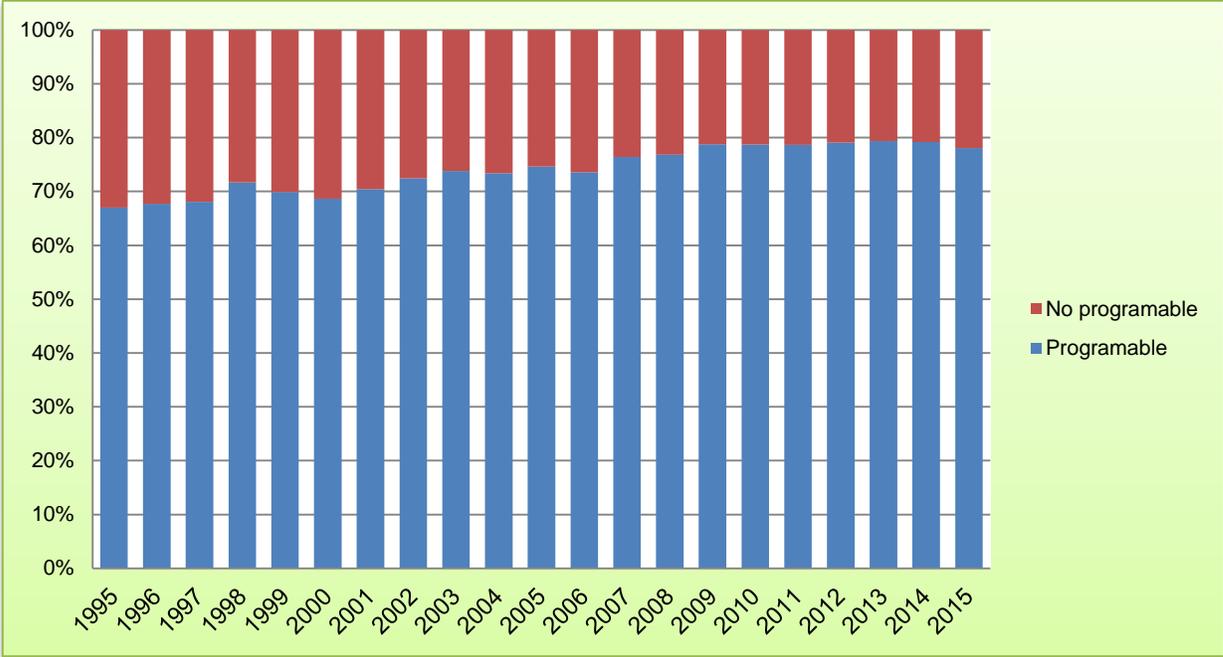
---

<sup>37</sup> Presupuesto de Egresos de la Federación 1955-2000.

subsidios al empleo y mayores transferencias sociales para suavizar la recesión y evitar que la economía colapsara.

Los efectos de estos estímulos no dieron los resultados esperados debido al bajo incremento en el gasto en infraestructura pública (Basilio, 2017).

**Gráfica 3.12**  
**Participación del gasto programable y no programable**



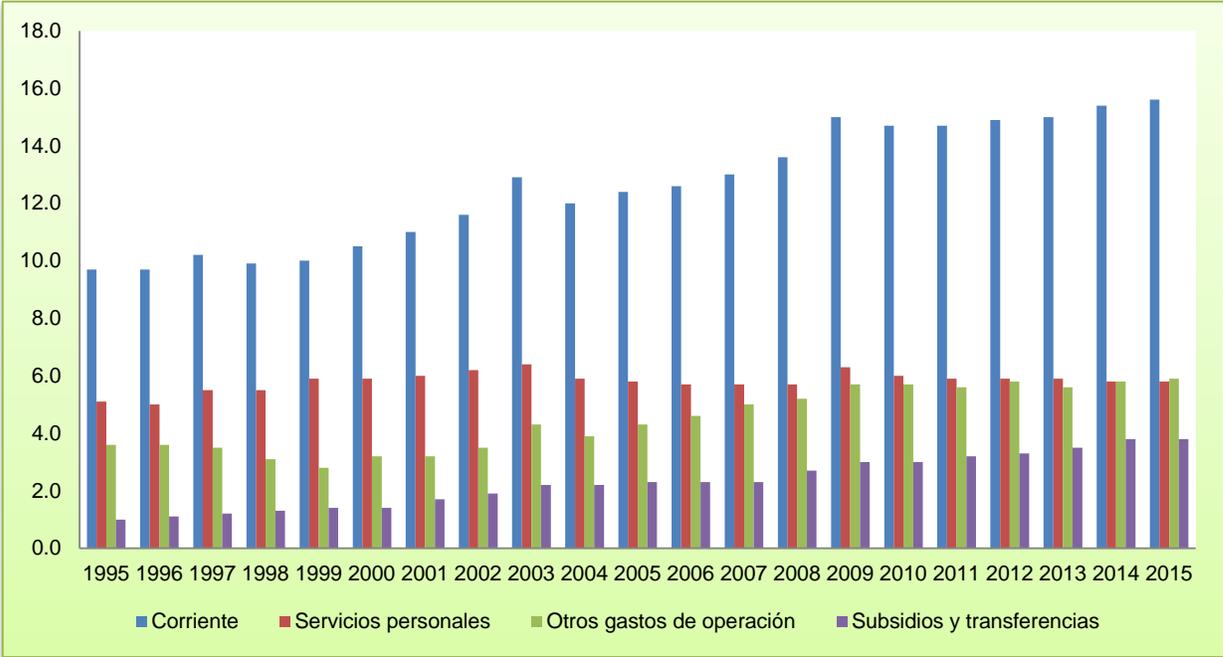
Fuente: Elaboración propia con datos de la SHCP

Dentro del gasto programable, el gasto corriente (que es el menos productivo en cuanto a crecimiento económico se refiere) ha seguido aumentando consecuencia del gran tamaño del sector público que impera en México. Gran parte de estas erogaciones se destinan al rubro de servicios personales que prácticamente han mantenido su nivel en el periodo. El gasto por este concepto es destinado a cubrir las remuneraciones de las plazas del gobierno. En 1995 representaban más del 50% del gasto corriente, situación que ha disminuido hasta representar cerca del 40% en 2015, aunque su proporción como porcentaje del PIB no ha disminuido.

El componente de subsidios y transferencias muestra un significativo aumento debido principalmente al creciente pago de pensiones resultado del cambio en la estructura demográfica. A pesar de las modificaciones al sistema de pensiones del IMSS y del ISSSTE, para el año 2015 se aprobó en el Presupuesto de Egresos de la Federación con un monto de al menos medio billón de pesos destinado al pago de pensiones donde el IMSS acapara la mayor parte con 252 mil millones de pesos, le sigue el ISSSTE con 135 mil millones y Pemex y CFE con 43 mil y más de 28 mil millones respectivamente.

A diferencia de lo que comúnmente se dice, acerca de que el aumento en el gasto corriente se explica por los esfuerzos realizados por la administración para reducir las asignaciones de aquellos rubros del gasto que generan poco valor para la sociedad, canalizando a la vez mayores recursos a aquellos otros que ofrecen mayores beneficios sociales, se observa que no ha habido una disminución contundente del gasto burocrático y que poco contribuye al crecimiento.

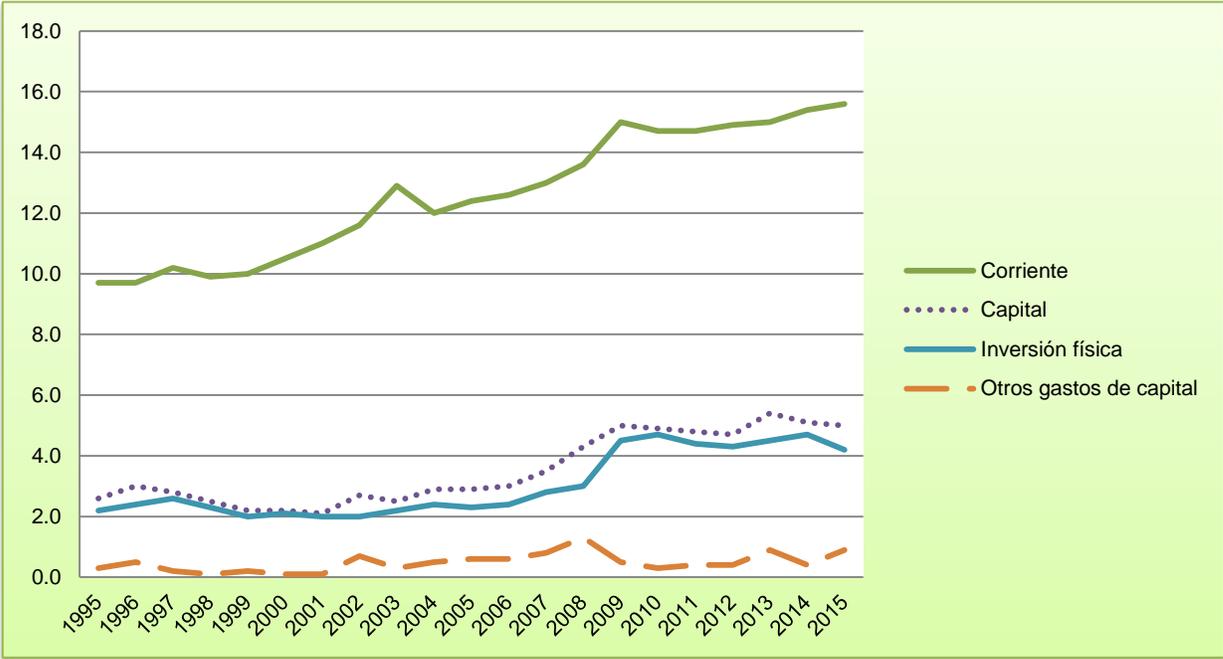
**Gráfica 3.13**  
**Gasto corriente presupuestario (% del PIB)**



Fuente: Elaboración propia con datos de la SHCP

Los recortes al gasto han venido del lado de la inversión pública la cual tiene un impacto mayor en la demanda agregada pero a la que se le tiene cierta reticencia por su efecto de desplazamiento de la inversión privada. La gráfica 3.14 muestra cómo mientras el gasto corriente aumentó de gran manera su participación en el PIB, el gasto de capital ha crecido muy poco, lo que se ve reflejado en las bajas tasas de crecimiento.

**Gráfica 3.14**  
**Gasto corriente y de capital (% del PIB)**



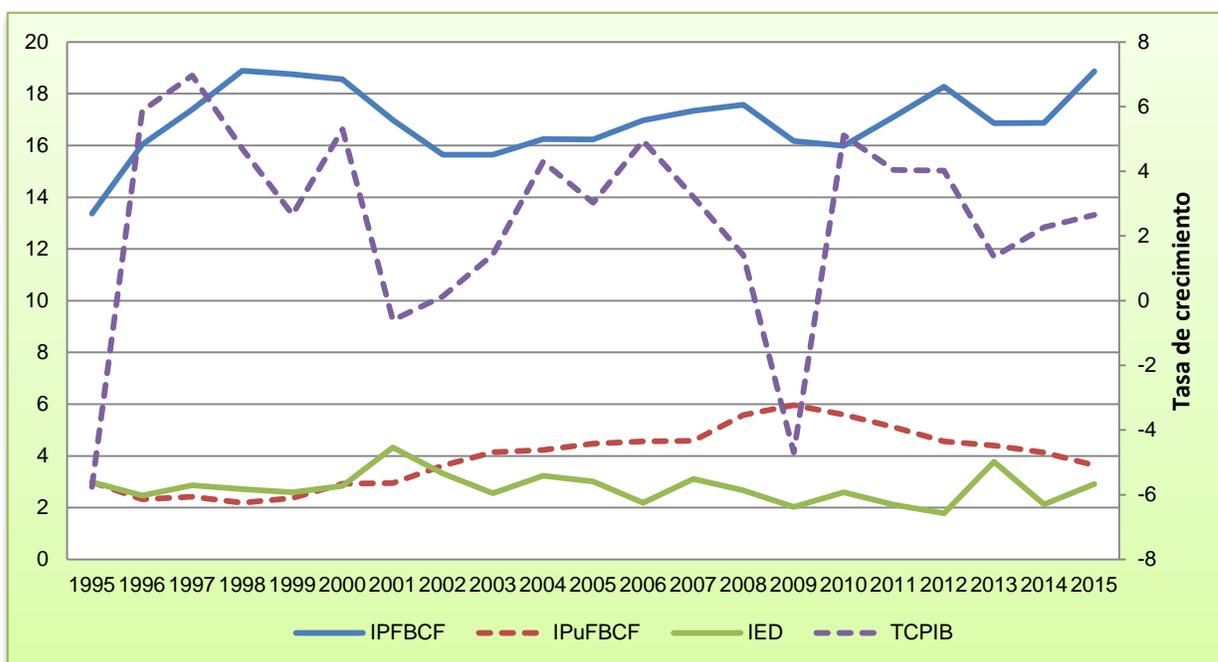
Fuente: Elaboración propia con datos de la SHCP

El gasto de capital es clave ya que impacta de manera positiva en diversos ámbitos de la economía ya sea por medio de infraestructura o a través del capital físico. En el periodo estudiado, tiene una participación promedio en el PIB de 3.32% lo cual es prácticamente inexistente para la importancia de un rubro tal. El gobierno se ha empeñado en seguir una política fiscal procíclica con la finalidad de afianzar el objetivo de inflación. Resultado de esto se encuentra en el bajo crecimiento de la inversión pública acompañado del constante gasto financiero. La rigidez de la disciplina fiscal en México limita al gobierno a fortalecer la inversión pública.

La desaceleración en México tiene una relación directa con la caída de la inversión pública al no poderse modernizar ni ampliar la planta productiva y limitar así el incremento de la demanda agregada (Moreno-Brid y Ros, 2004). En el caso de México, la drástica disminución de la inversión pública como formación bruta de capital fijo, no ha sido compensada por un aumento significativo de la inversión privada. De hecho, la inversión ha mostrado periodos de inestabilidad a los largo del periodo como lo muestra la gráfica 3.15. Tampoco en todos los años vemos una relación inversa entre el gasto en inversión pública y privada.

Históricamente los niveles de la inversión pública son bajos y no han sido compensados con flujos de inversión privada tanto interna como externa lo que sugiere que no se cumple a fondo el crowding out entre ambos tipo de inversión. Moreno-Brid y Ros (2004) argumentan que las reformas implementadas y la incertidumbre eliminaron los incentivos a la inversión.

**Gráfica 3.15**  
**Inversión pública, privada y tasa de crecimiento del PIB (% del PIB)**



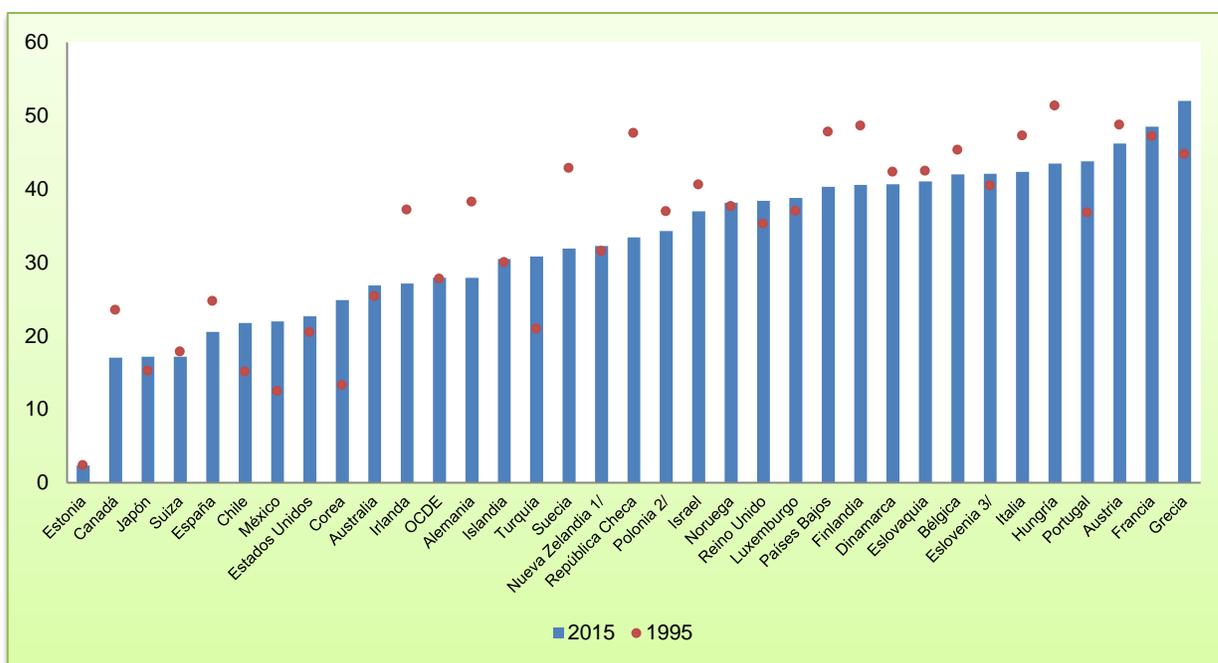
Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI y el Banco Mundial

IPFBCF: Formación bruta de capital fijo privada; IPuFBCF: Formación bruta de capital fijo pública; IED: Inversión extranjera directa; TCPIB: Tasa de crecimiento del PIB.

Contrario al discurso oficial en donde se hace hincapié a que el manejo de la política fiscal debe ser de índole restrictiva (procíclico) y en la disminución de la intervención gubernamental en la actividad económica, el gasto ha tenido un comportamiento alcista debido al alto monto por concepto de pensiones y salarios y a los pagos de los intereses de la deuda (Levy, 2016). Sin embargo, este aumento en el gasto no ha empujado el crecimiento económico ya que poco ha sido destinado a la inversión pública y mucho al gasto corriente.

En la gráfica 3.16 se hace un comparativo entre los países de la OCDE en donde vemos que México fue el país que tuvo el mayor incremento en el gasto al duplicarse prácticamente en 20 años, le siguen Corea y Chile.

**Gráfica 3.16**  
**Gasto público (% del PIB)**



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial

1/ Nueva Zelanda dato correspondiente al año 2001

2/ Polonia dato correspondiente al año 2005

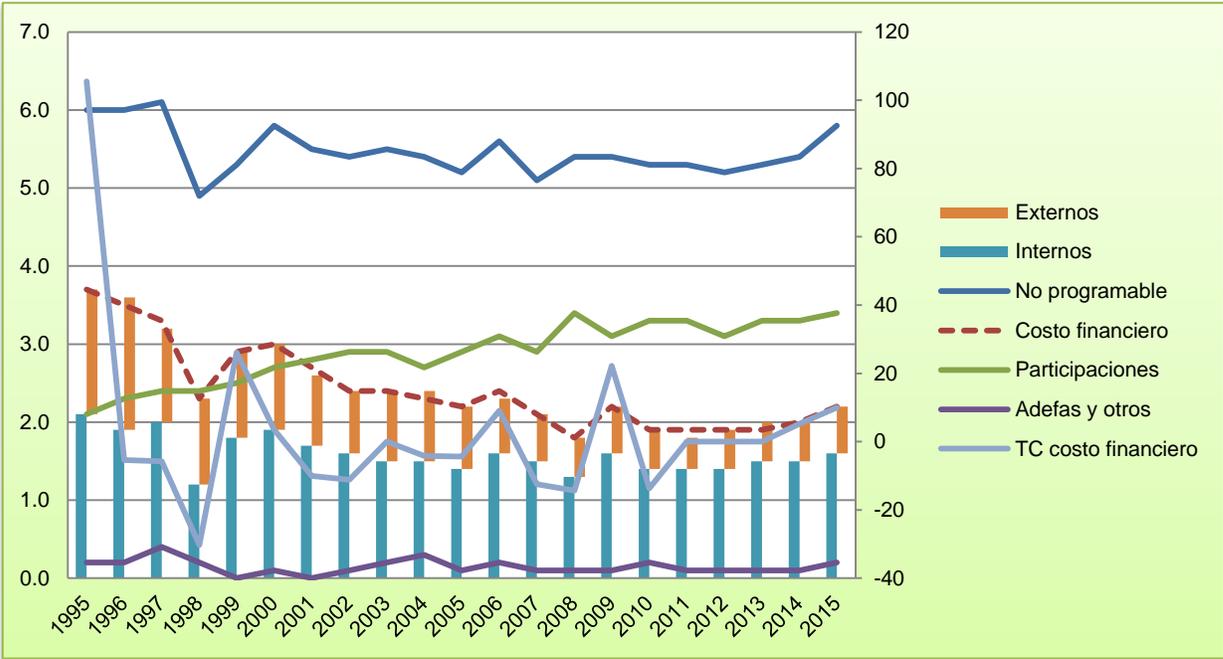
3/ Eslovenia dato correspondiente al año 2002

Durante la década de los ochentas y la mitad de los noventas, el costo por el servicio de la deuda representaba gran parte del gasto no programable y fue una de las debilidades de las finanzas públicas. El gasto no programable

disminuyó su participación en el gasto total, pasando de 32.9 por ciento en 1995 a 22 por ciento en 2015. También se dio una recomposición al interior del gasto no programable donde el costo financiero perdió importancia. En 1995, la participación de este componente fue de 61.7 por ciento y para el 2015 fue de 37.93 por ciento. Las que tuvieron un aumento fueron las participaciones superando los niveles que tenían en 1995, ubicándose en 58.62 por ciento del gasto no programable en el 2015.

Ya que una de las responsabilidades del gobierno es mantener las finanzas públicas estables, encontramos otra rigidez en el gasto público vía el costo financiero, el cual se ha contenido a partir del 2000 aunque desde el 2009 las finanzas se han ido deteriorando al tener déficits en el balance primario.

**Gráfica 3.17**  
**Composición del gasto no programable (% del PIB)**



Fuente: Elaboración propia con datos de la SHCP

**2.3 Política de Deuda**

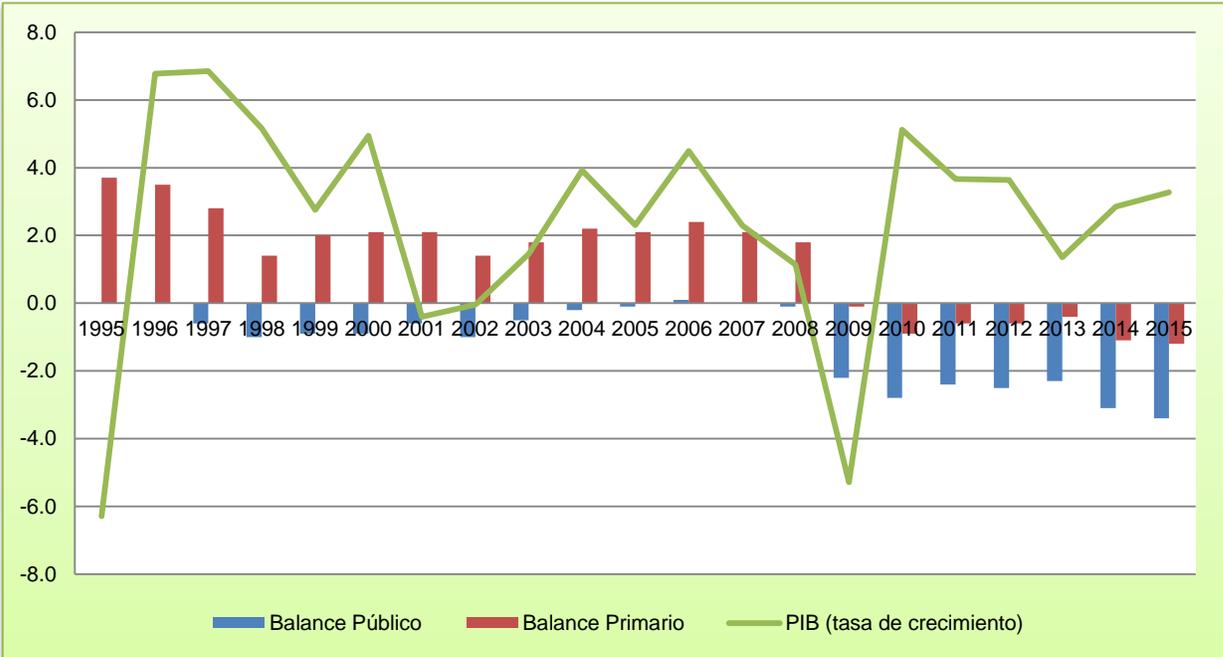
Con la expresa finalidad de lograr la estabilidad de precios, el gobierno se ha dado a la tarea de acortar la brecha entre ingresos públicos y el gasto. Para ello, se ha

valido de implementar una política fiscal procíclica que busca mantener el déficit fiscal primario en niveles sostenibles o positivos. En la gráfica 3.18 se ve claramente que en los años donde se tienen tasas de crecimiento positivas del PIB, el balance público sigue siendo deficitario, exceptuando el año 2009 donde hay una caída del producto consecuencia de la crisis y a la que el gobierno respondió aumentando el gasto.

El déficit primario muestra la misma tendencia, dejando claro que el gobierno se enfocó en el pago de los intereses en lugar de impulsar la inversión productiva. Esta situación se revierte un poco con el estallido de la crisis, ya que a partir de ese momento el balance primario es deficitario.

Dicha resolución permitió disminuir la deuda pública neta total hasta el año 2007, momento en donde comienza de nuevo una trayectoria ascendente. En el periodo 1995-2015, se observa un déficit promedio de 1.1% del PIB en el balance público y un superávit primario promedio de 1.3%.

**Gráfica 3.18**  
**Balance Fiscal Económico del Sector Público y crecimiento del PIB 1995-2015 (% del PIB)**



Fuente: Elaboración propia con datos de la SHCP

Diversos sucesos han provocado el aumento de la deuda. Tal es el caso del rescate bancario en 1995 en donde hubo un aumento en las carteras vencidas de las instituciones financieras que provocó su bancarrota. Los problemas financieros bancarios fueron cubiertos con subsidios públicos que según datos de la Comisión de Investigación sobre el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario en su informe final, el costo del rescate bancario fue de 1 billón 248 mil millones de pesos, lo que significa el 17% del PIB. Otros casos como la privatización de la seguridad social dieron paso a una masiva colocación de valores gubernamentales que dispararon la deuda de 200 mil millones a los niveles actuales de más de 5 billones.

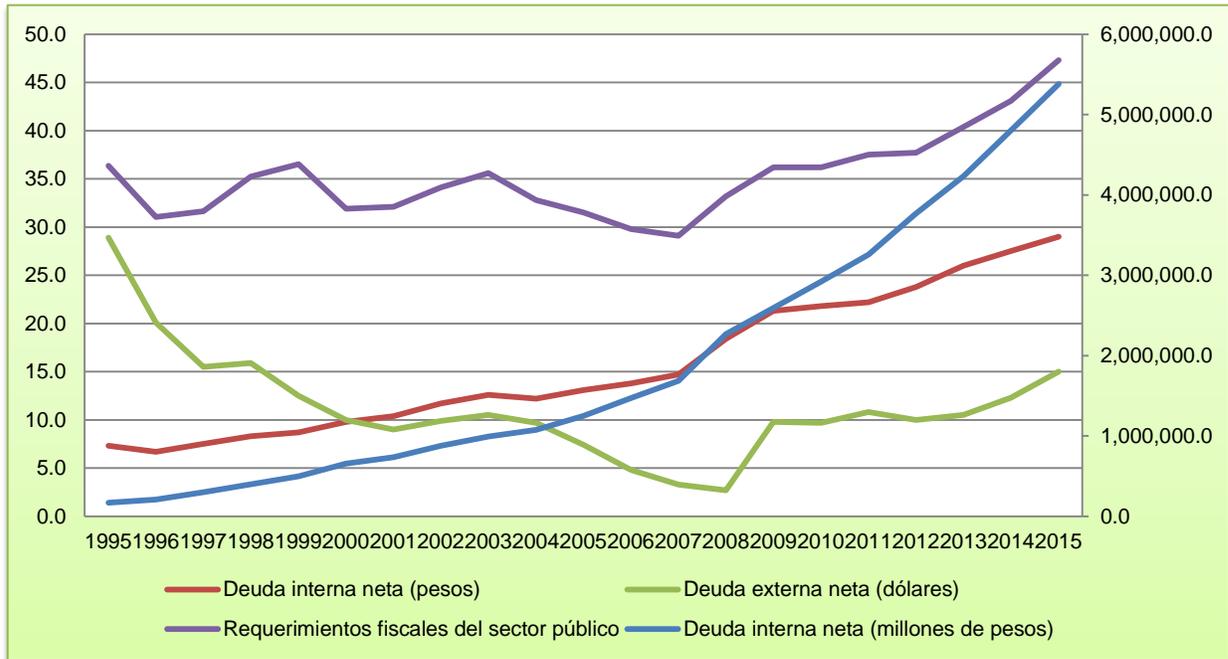
Por su parte, la deuda externa ha venido decreciendo a tal grado que en el 2001 ya era inferior a la interna debido a la inclinación del gobierno federal al optar por un endeudamiento de largo plazo (Cuevas y Chávez, 2006)<sup>38</sup>. Esto se debe a que la Secretaria de Hacienda ha buscado fortalecer la liquidez y los bonos a tasa fija en sus distintos plazos, ha procurado desarrollar los instrumentos internos indexados a la inflación (Udibonos) y así consolidar la curva de tasas de interés reales y mejorar el mercado interno de deuda<sup>39</sup>. Además, con la estabilidad de precios ya establecida en el 2000, las variables macroeconómicas se lograron afianzar lo que permitió la compra por parte del sector privado nacional y foráneo, de bonos soberanos lo que explica también el aumento de la deuda interna. Esta mayor relevancia de la deuda interna se debe a las estrategias de la SHCP que pretende financiar el déficit público en su totalidad con deuda interna y así llevar a cabo un desendeudamiento externo. De esta manera, la deuda interna pasó de 168 mil 576 millones de pesos en 1995 a más de 5 billones en 2015.

---

<sup>38</sup> Una deuda elevada de corto plazo en relación con las reservas internacionales puede ser un factor de vulnerabilidad que puede desencadenar una falta de liquidez (Fernández, 2005).

<sup>39</sup> Diagnóstico del Sistema Fiscal Mexicano.

**Gráfica 3.19**  
**Clasificación de la deuda (% del PIB)**



Fuente: Elaboración propia con datos de la SHCP

Los altos niveles de deuda existentes en la economía mexicana han sido un lastre para el crecimiento ya que los recursos no son destinados a fines productivos<sup>40</sup>. El aumento de la deuda interna está ligado a la esterilización de los efectos de la entrada masiva de capital extranjero sobre la base monetaria y a garantizar los rendimientos financieros (Mendoza, 2012). Como señalan Basilio (2017) y Ramírez (2006), el incremento en la deuda no se destina a financiar el gasto público, sino a intervenir en los mercados cambiarios para mantener estable el tipo de cambio nominal lo cual perjudica los sectores productivos al observar una tasa de interés más elevada lo que atenta contra la competitividad y productividad internas. El de México es un caso peculiar. El ROI se desarrolla bajo una serie de anomalías incluso contradictorias, ya que por un lado se tiene un crecimiento mediocre merced a la política fiscal procíclica y por otro lado subsiste un déficit primario bajo con un déficit fiscal elevado.

<sup>40</sup> La masiva colocación de deuda pública en el mercado nacional presiona al alza la tasa de interés y por lo tanto disminuye la oferta de crédito al sector privado.

### **3 Política monetaria restrictiva**

#### **3.1 Manejo de la tasa de interés y crédito**

Uno de los aspectos a destacar de las políticas del CW, es sin duda su manejo sobre la inflación. Durante la década perdida, se observaron altas tasas de inflación debido a los grandes desequilibrios económicos que imperaban en la economía mexicana a la que se combatió infructuosamente. A partir de la crisis de mitad de la década de los noventa se buscó otra alternativa para llevar a cabo la política monetaria donde el eje central fuera la confianza de los agentes en las autoridades monetarias.

Gracias a la autonomía del Banco de México obtenida el 1 de abril de 1994, se determinó que el objetivo de política monetaria sería el control de la inflación el cual ayudaría a afianzar la credibilidad de la autoridad monetaria y se utilizaría como ancla sobre las expectativas de inflación.

Al no poder controlar directamente la inflación, el Banco de México debe definir un objetivo operacional que guíe la instrumentación de su política monetaria y le ayude a alcanzar su objetivo inflacionario. El instrumento operacional elegido es la tasa de interés.

Desde 1995<sup>41</sup> cuando se estableció que el objetivo de la política monetaria sería la preservación del valor de la moneda, se han implementado tres regímenes de política monetaria.

En esta primera etapa lo que se buscó fue restringir el crédito interno neto mediante proyecciones de crecimiento de la base monetaria y de estimaciones de la acumulación de activos internacionales (Esquivel, 2010). Se aplicó un régimen de Saldos de las cuentas corrientes que tenía su fundamento en un objetivo sobre la cuenta corriente de los bancos limitando de esta manera la expansión de la base monetaria para controlar la inflación. Si Banxico pretendía establecer una política monetaria neutral, inyectaba o retiraba toda la liquidez necesaria a tasas de mercado para que las cuentas terminaran en cero el periodo de medición.

---

<sup>41</sup> En México se adoptó el Régimen de Objetivos de Inflación formalmente en 1999.

Si lo que se quería era aplicar una política restrictiva entonces se aplicaba un “corto”, es decir, un saldo objetivo negativo en donde el banco central continuaba inyectando la liquidez necesaria pero una parte de esta, el corto, la suministraba a tasas de interés penales lo que presionaba al alza la tasa de interés de mercado ya que los bancos pedían prestado los fondos necesarios para evitar el pago de las tasas penales. Por el contrario, si la finalidad era la implementación de una política monetaria expansiva, entonces se aplicaba un “largo” que implicaba un saldo positivo<sup>42</sup>.

En el 2003 se dio una transición hacia la fijación de la tasa de interés donde el objetivo operacional cambió a un régimen de Saldos Diarios y el anuncio de política comenzó a difundirse en fechas predeterminadas. Para 2004 Banxico aplica una política restrictiva que significó complementar el anuncio del corto con señalamientos más precisos sobre el nivel deseado de la tasa de interés. La tasa de interés de fondeo interbancario a un día se ajustó en movimientos puntuales y estables<sup>43</sup> lo que permitiría facilitar la comprensión de las acciones de política monetaria a la vez que se homologaría la instrumentación de acuerdo a los principales bancos centrales del mundo.

A partir del 2008, Banxico adoptó la tasa de fondeo interbancario a un día como su objetivo operacional dejando de lado el saldo diario de las cuentas corrientes, donde las operaciones de mercado abierto tendrán la meta de llevar a cero el saldo agregado de las cuentas corrientes de los bancos al final del día por lo que el banco central seguiría inyectando o retirando la liquidez necesaria<sup>44</sup>.

El manejo de la tasa de interés como instrumento operacional de la política monetaria ha sido fundamental y efectiva en su objetivo de controlar la inflación pero no ha tenido el impacto positivo que se esperaba sobre otras variables como el crédito.

---

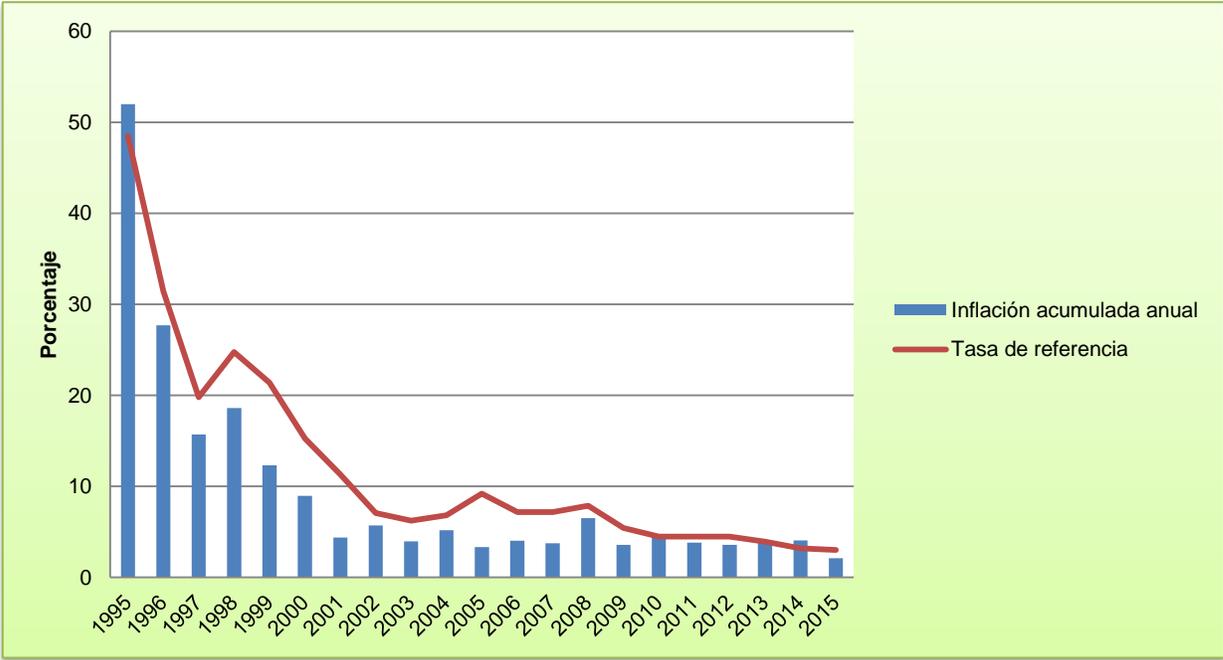
<sup>42</sup> Véase Instrumentación de la Política Monetaria a través de un Objetivo Operacional de Tasa de Interés, pp 1 y 2.

<sup>43</sup> *Íbid*, p. 4.

<sup>44</sup> *Íbid*, pp. 4 y 5.

En la gráfica 3.20 se puede observar que si bien la tasa de interés ha bajado considerablemente (en coordinación con la tasa de interés externa), la inflación lo ha hecho en la misma medida debido a que la política monetaria ha servido de ancla nominal.

**Gráfica 3.20**  
**Inflación y tasa de interés**



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico e INEGI.

En 1995 dadas las circunstancias de incertidumbre y volatilidad cambiaria, se optó por fijar un límite al crecimiento del crédito interno neto de Banxico en lugar de utilizar la fijación de una tasa de interés de corto plazo. Durante 1996 y 1997, la estacionalidad de la base monetaria implicó que los agentes creyeran que Banxico estaba aplicando una política monetaria expansiva por lo que se decidió hacer pronósticos diarios y trimestrales a fin de dar certidumbre al público (Martínez, Sánchez y Werner, 2001). En 1998 Banxico aumentó la tasa debido a presiones inflacionarias.

Durante el primer trimestre del año 2000, la ampliación del “corto” permitió anclar aún más las expectativas de inflación y la tasa de interés disminuyó en parte por la mejoría en la percepción del riesgo-país no obstante la política

restrictiva implementada para limitar la expansión de la demanda agregada y las presiones inflacionarias causadas por el gasto interno. En la segunda parte del año la tasa de interés subiría debido al deterioro en la percepción riesgo-país derivada de la crisis financiera en Estados Unidos<sup>45</sup>. En el 2003 el conflicto bélico en Irak repercutió sobre la actividad económica por lo que Banxico redujo la tasa de interés y su ritmo de acumulación de reservas con la finalidad de estimular un mayor crecimiento sin comprometer su objetivo de inflación<sup>46</sup>.

En el 2008 el alza en los precios del petróleo y en los alimentos desembocó en mayores presiones inflacionarias a lo que la autoridad monetaria reaccionó aumentando el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día 25 puntos base en cada ocasión entre junio y agosto pasando de 7.50 a 8.25 por ciento<sup>47</sup>. Con el estallido de la crisis hipotecaria en 2009, la contracción de la actividad económica terminó por influir en la inflación mostrando ésta una trayectoria descendente por lo que Banxico se enfocó en reanimar la economía bajando su tasa de referencia de 8.25 por ciento en enero a 4.5 por ciento en julio<sup>48</sup> dejándola en mínimos históricos.

De 2010 a 2012 la tasa de interés se mantuvo en 4.5 por ciento para descender a 4 en 2013 con el fin de “facilitar el ajuste de la economía en un entorno de menor crecimiento y de menor inflación”<sup>49</sup>.

Las autoridades se han valido de la política monetaria para impulsar la actividad económica y contrarrestar los efectos negativos en los periodos de recesión observados, tratando de mantener en todo momento la disciplina fiscal y por lo tanto el gasto controlado, i.e. aplicando una política fiscal procíclica. Sin embargo, México enfrenta el dilema de impulsar la actividad económica con el temor de que si la política monetaria no se restringe, es decir mantener las tasas de interés bajas, y se mantiene alineada con la política monetaria estadounidense, podría estar sujeto a una distorsión en los mercados financieros en forma de fuga

---

<sup>45</sup> Informe sobre la política monetaria del primer semestre de 2000. Banxico.

<sup>46</sup> Informe sobre la política monetaria del primer semestre del 2003. Banxico.

<sup>47</sup> Informe sobre la política monetaria del primer semestre del 2008. Banxico.

<sup>48</sup> Informe sobre la política monetaria del primer semestre del 2009. Banxico.

<sup>49</sup> Informe sobre la política monetaria del primer semestre del 2013. Banxico.

de capitales y depreciación cambiaria (De Gregorio, 2017) o apreciación cambiaria en el caso de que la Fed baje tasas y Banxico las suba (Esquivel, 2010).

A su vez, otro factor que ha impedido un mayor crecimiento en el país es la escasez de crédito productivo. Con el fin de desarrollar un sistema financiero capaz de servir de instrumento para financiar el crecimiento económico, se dio a principios de los noventa un proceso de liberalización del mismo buscando dar solución a los problemas de falta de liquidez y la falta de solvencia de los bancos. Así, se inició la apertura en 1995 a capitales extranjeros para modernizar el sistema bancario y tener mayores niveles de financiamiento a través de un mayor otorgamiento de créditos en particular a las pequeñas empresas (Villagómez y Saucedo, 2013).

México al ser una economía emergente, no cuenta con mercados de capitales<sup>50</sup> tan desarrollados por lo que el sistema bancario se vuelve fundamental en el financiamiento a las actividades productivas. De modo que la apertura significaría que los bancos extranjeros traerían nuevas tecnologías y técnicas administrativas, se elevaría la productividad y la competencia en el sector (Clavellina, 2013).

Sin embargo, el crédito en México sigue mostrando niveles muy bajos en relación con otros países de igual desarrollo lo que hace suponer que la intermediación financiera es relativamente débil. En el siguiente gráfico se ve claramente que el crédito interno al sector privado se encuentra muy deprimido y apenas ha aumentado en 8 puntos porcentuales del PIB en el periodo analizado.

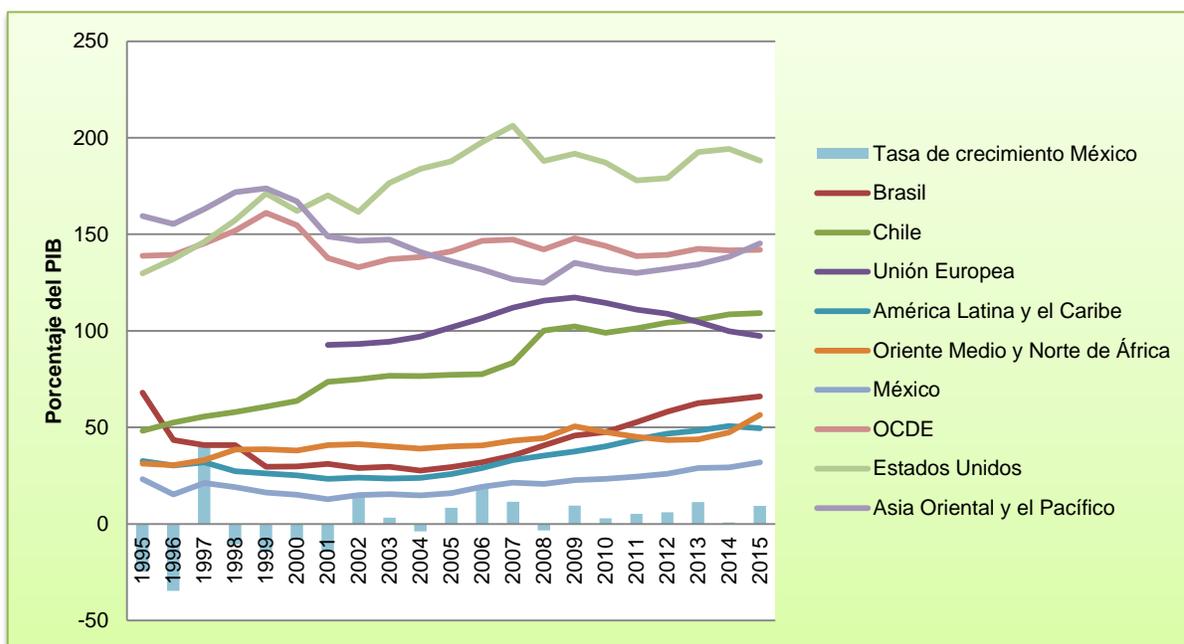
Clavellina (2013) cita una serie de características del mercado crediticio en México. En primer lugar la escasez es el principal problema al tener tan solo el 32% de crédito al sector privado como porcentaje del PIB en el año 2015 (ver gráfica 3.21). En segundo lugar la concentración de mercado, en 2015 existían en el país 23 grupos financieros de los cuales 4 grupos concentraron el 67.3% de los

---

<sup>50</sup> Datos del Banco Mundial revelan que en México operan en el mercado de valores 136 empresas en 2015. Una cifra muy baja comparada con las de Chile (223), Brasil (345), Corea del Sur (1948) y China (2827).

activos del sector: BBVA Bancomer con 24.1%, Banamex 14.9%, Banorte 14.5% y Santander 13.8%<sup>51</sup>. Después viene la distribución, que con la reestructuración de la banca, la cartera de créditos se dirigió a sectores con mayor rentabilidad tales como el consumo y el gobierno abandonando el aparato productivo (ver cuadro 3.6).

**Gráfica 3.21**  
**Crédito interno al sector privado (%del PIB)**



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial

**Cuadro 3.3**  
**Distribución del crédito otorgado por la banca central (porcentajes)**

	1995	2000	2005	2010	2015
Total	100	100	100	100	100
Sector agrícola, silvícola y pesquero	6	5.3	2.1	1.5	1.5
Sector industrial	25.2	24.7	17	15.6	20.8
Sector servicios y otras actividades	33.6	25.9	21.1	20.8	21.8
Vivienda	18.5	27.7	15.9	17.2	17.5
Consumo	6.3	3.6	9.8	28.2	19.6
Ajuste estadístico	1.1	2	0.8	0.2	0
Sector financiero	3.7	1.9	3.7	4.3	2.8
Sector público	3.7	5.5	6.6	6.5	13.1
Otros	0	2.4	22.1	4.7	0.6
Sector externo	1.9	1	0.9	1	2.2

Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico

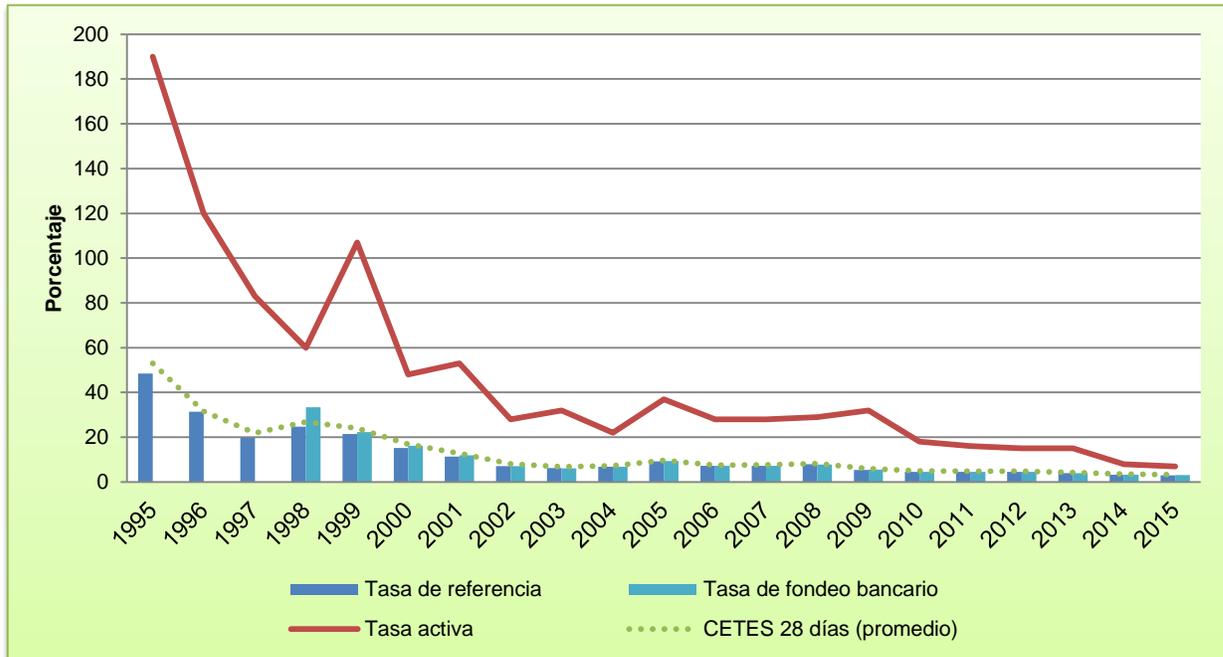
<sup>51</sup> CNBV.

El elevado precio del crédito es otra imperfección que impide a las empresas acceder al financiamiento. La tasa de interés activa que se cobra dista mucho de las pasivas, esto como consecuencia del mercado altamente concentrado como se puede observar en las gráficas 3.22 y 3.23. Dadas las condiciones de acceso al crédito, las empresas se ven forzadas a recurrir a los proveedores como fuente de financiamiento. De acuerdo con la Encuesta Coyuntural del Mercado Crediticio al cuarto trimestre de 2014, el 78.4% de las empresas encuestadas con menos de 100 empleados mencionó que los proveedores son su principal fuente de financiamiento, mientras que el 28.4% contestó que es la banca comercial.

Finalmente el autor menciona que la poca profesionalidad de las PYMES y su alto riesgo de supervivencia en el mercado explican tanto las altas tasas de interés a las que se les otorgan los créditos como las altas restricciones impuestas por el marco legal.

En un comunicado de Banxico sobre la Evolución del Financiamiento a las Empresas al segundo trimestre de 2015, se señalan las principales limitantes para utilizar nuevos créditos bancarios entre las que destacan: la situación económica general (46.1 por ciento de las empresas encuestadas), las tasas de interés del mercado de crédito (42.8%), las condiciones de acceso al crédito bancario (42.6%), los montos exigidos como colateral (38.4%), la disposición de los bancos a otorgar crédito (36.5%), las ventas y rentabilidad de la empresa (35.4%), el acceso a apoyo público (34.1%), la capitalización de la empresa (32.6%), las dificultades para pagar el servicio de la deuda vigente (28.0%) y la historia crediticia de la empresa (25.8%).

**Gráfica 3.22**  
**Evolución de las tasas de interés**



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico y la CEPAL

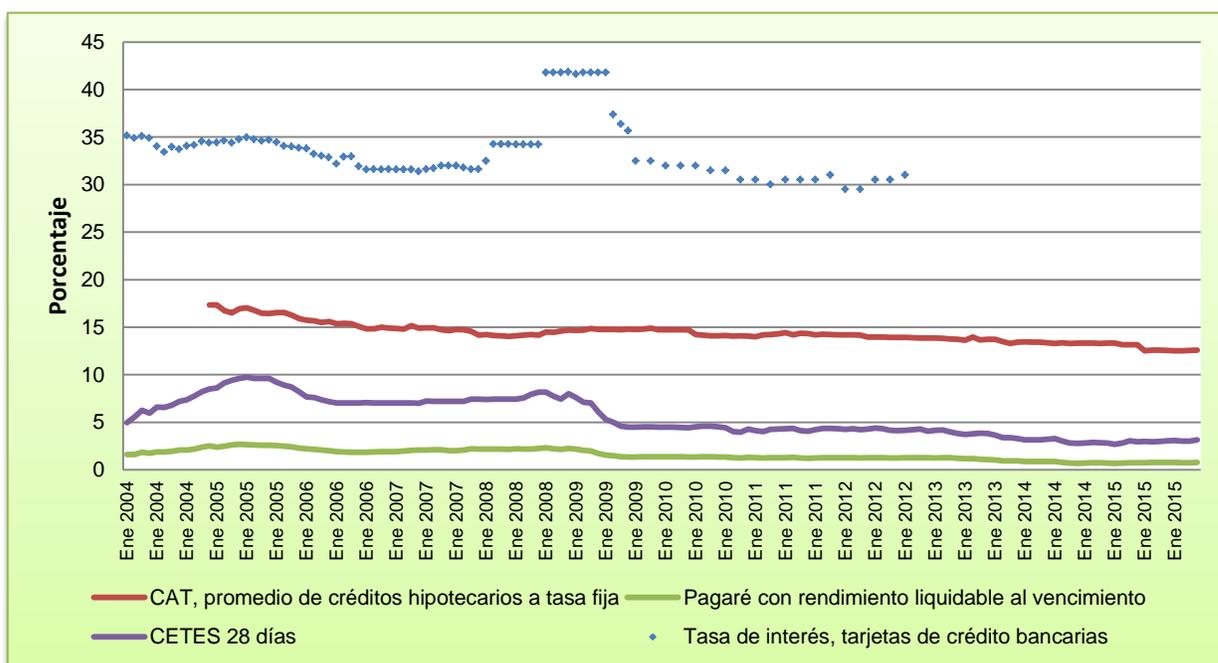
De lo anterior se desprende que la desregulación financiera no ha sido un detonante del crecimiento del país, que a pesar de que la tasa de interés de referencia se ha mantenido relativamente baja (dicho nivel se explica por la baja tasa de interés externa), no ha producido una expansión del crédito y por lo tanto no ha habido un mayor dinamismo económico, de hecho la tasa activa no ha disminuido en la misma sintonía que la tasa de referencia por lo que el sector bancario en México cuenta con grandes utilidades<sup>52</sup>.

Se puede afirmar que la política monetaria que ha seguido el Banco de México se limita a modificar las condiciones monetarias en la economía para que éstas sean congruentes con el objetivo de inflación, si se detectan presiones inflacionarias Banxico aplica una política monetaria restrictiva como ocurrió en el

<sup>52</sup> De acuerdo con la CNBV, al cierre del 2012 el resultado acumulado neto de la banca comercial fue de 86.7 mil millones de pesos, mientras que el rendimiento sobre activos (ROA) fue de 1.46% y el rendimiento sobre capital (ROE) de 13.96%.

año 2000 (Martínez, et al. 2001) y hasta 2009, medidas que encarecieron el costo del crédito y que, aunado a la reasignación de los capitales hacia destinos más seguros, han tenido constreñida la expansión crediticia. Y en el caso contrario, como apunta Esquivel (2010), moviendo a la baja la tasa de interés o dejándola estable siempre que la tasa de inflación se mueva dentro de lo que se conoce como zona de confort (intervalo que se permite Banxico para que fluctúe la inflación).

**Gráfica 3.23**  
**Tasas de interés activas y pasivas**



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico

### 3.2 Política cambiaria y balanza de pagos

La difícil situación que enfrentó el país en 1994 obligó a las autoridades monetarias<sup>53</sup> a cambiar su régimen cambiario por uno de libre flotación<sup>54</sup>, que se pensaba solo se implementaría en lo que se sobrellevaba la crisis, pero la alta

<sup>53</sup> La Comisión de Cambios, integrada por el secretario de Hacienda y Crédito Público, dos subsecretarios, el gobernador del Banco de México y dos miembros de la Junta de Gobierno, es la encargada de la política cambiaria en el país, por lo que el cambio de régimen fue responsabilidad de la Comisión.

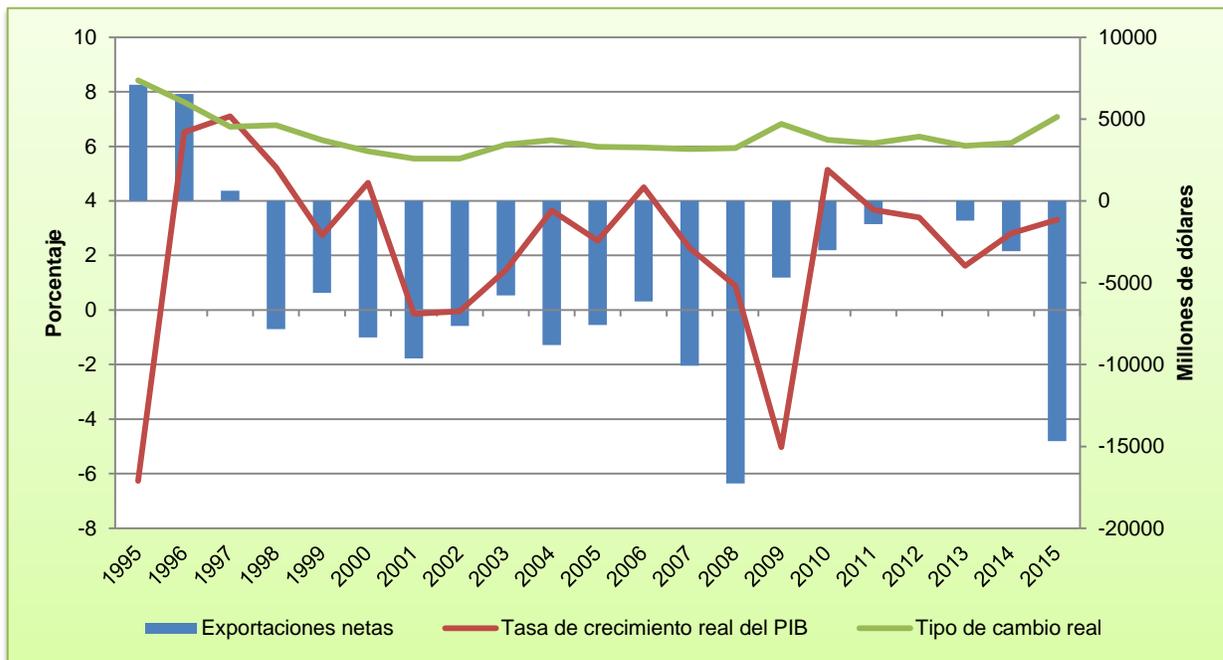
<sup>54</sup> Puesto que el objetivo del banco central es controlar la inflación, un régimen con tipo de cambio flexible permite que la política monetaria funja de ancla y la política cambiaria pasa a ser un instrumento operativo.

volatilidad financiera observada posteriormente y la necesidad de otorgar mayor flexibilidad a la tasa de interés para que esta absorbiera las perturbaciones financieras y así reducir la volatilidad cambiaria y por ende la inflación, justificaron la adopción hasta hoy de dicho régimen (Martínez, 2005).

Bajo un régimen de libre flotación, el banco central toma el control de la base monetaria ya que no necesita inyectar o retirar liquidez en el mercado de divisas, logrando así modificar la tasa de interés y el tipo de cambio y a la vez el nivel general de precios (Carstens y Werner, 1999). Martínez (2005) señala como una de las bondades del régimen de tipo de cambio flexible el que permita al banco central gozar de un mayor grado de flexibilidad y no lo mantenga atado a un esquema de “discreción forzada”, complementándose así con el ROI.

La política cambiaria en México está pensada como un medio para asegurar la estabilidad de precios y que ayude a mantener dentro de límites razonables el desequilibrio externo y presupuestario. Loría (2016) menciona que la estabilidad cambiaria es considerada como un modo de fortaleza política y económica por lo que las autoridades se han encargado de contener el valor nominal del peso frente al dólar como método para anclar la inflación. De esta manera, el régimen cambiario es más bien uno de “flotación administrada” ya que el banco central ha dado muestras de que está dispuesto a intervenir en caso de variaciones abruptas en el tipo de cambio (Guerrero y Urzúa, 2007).

**Gráfica 3.24**  
**Tipo de cambio real, exportaciones netas y crecimiento del PIB**



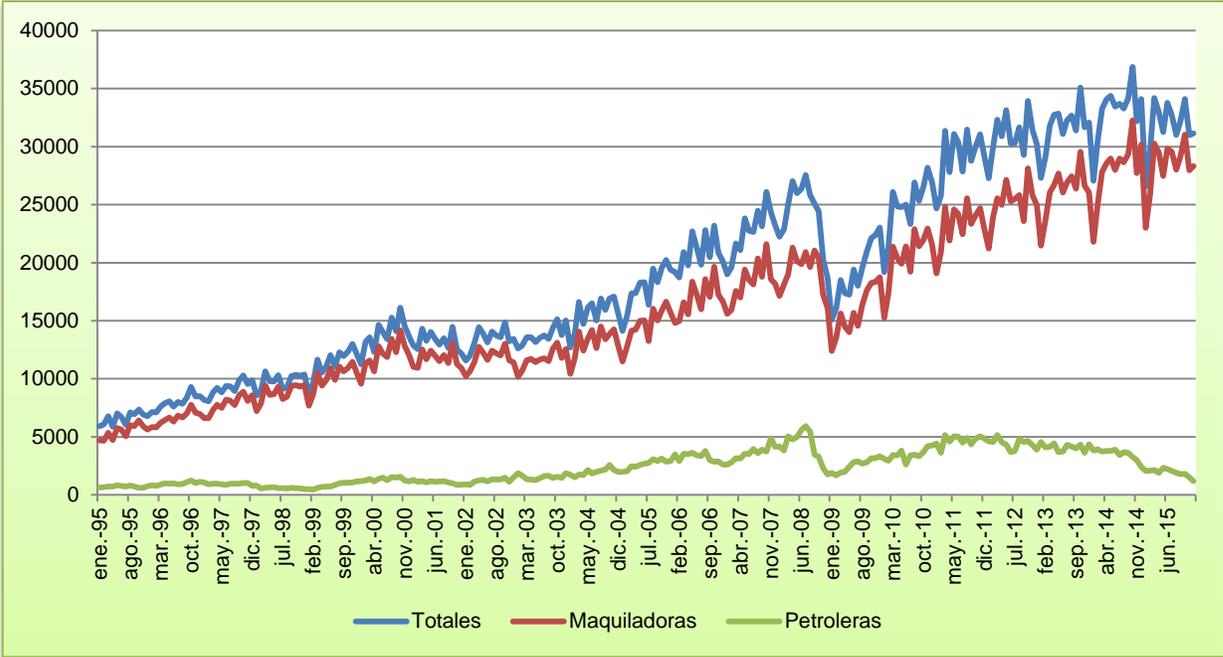
Fuente: Elaboración propia con datos de CEFP e INEGI

En la gráfica anterior se muestra cómo el tipo de cambio real ha permanecido casi inalterado a lo largo del periodo, incluso se ha apreciado ligeramente lo que no ha permitido potenciar las exportaciones y limitar las importaciones. Esta apreciación cambiaria ha derivado en un deterioro en la balanza comercial.

Dicho deterioro ha sido financiado en su mayor parte por las exportaciones manufactureras las cuales siguen representando la mayor parte de las exportaciones y han ido incrementando su influencia dentro de las mismas. En 1995 representaban el 79% de las exportaciones totales o 65 mil millones de dólares, mientras que en 2015 pasaron a representar el 90% lo que representa poco más de 339 mil millones de dólares. Hay que resaltar que las exportaciones manufactureras dependen enormemente del ciclo industrial estadounidense y muestran una contracción en los años 2000 y 2009, cuando la economía norteamericana mostró un decremento. Las exportaciones petroleras representaban al inicio el periodo casi el 11% del total de exportaciones,

alcanzando su punto más alto en el año 2008 (17%). En el 2015 representan apenas el 6%, la baja se explica por la disminución en la plataforma petrolera y la caída en los precios del petróleo, lo que acentuó el déficit comercial.

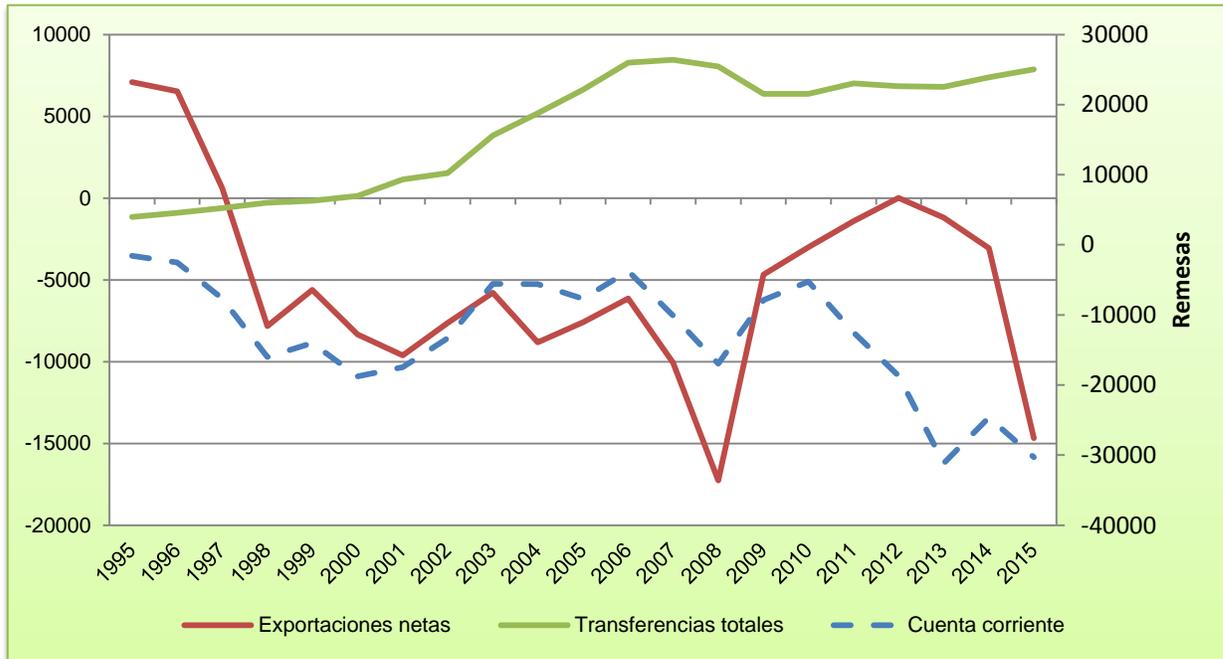
**Gráfica 3.25**  
**Exportaciones (millones de dólares)**



Fuente: Elaboración propia con dato de INEGI

La situación deficitaria en la balanza comercial ha pronunciado el desequilibrio en la cuenta corriente el cual es deficitario en todo el periodo estudiado. Las transferencias (que más del 95% del monto total lo explican las remesas) han podido mejorar en cierto grado el saldo en la cuenta corriente posicionándolo incluso en algunos años por encima de las exportaciones netas como se aprecia en la gráfica 3.26.

**Gráfica 3.26**  
**Saldos en la cuenta corriente (millones de dólares)**



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI

En lo referente a la cuenta de capital, el saldo lo explican los flujos de IED aunque a partir de 2010 la inversión en cartera ha tomado un papel preponderante. Esto ya que la crisis hipotecaria provocó que las naciones desarrolladas redujeran su tasa de interés con el fin de acelerar la recuperación económica lo que atrajo capitales de corto plazo al país dada su mayor rentabilidad debido a unas tasas de interés reales más altas.

Así, en 2010 el saldo de inversión extranjera en cartera fue de casi 28 mil millones de dólares, alcanzando un máximo en 2012 de 58 mil millones. Esto coloca a la inversión de corto plazo como una importante fuente de financiamiento solo por detrás de las exportaciones no petroleras. En México no se ha impuesto ningún control sobre la entrada de este tipo de capitales ocasionando una sobrevaluación de la moneda.

**Gráfica 3.27**  
**Saldos en la cuenta de capital (millones de dólares)**



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico.

Lo curioso en esta situación es que, como bien apuntan Guerrero y Urzúa (2007), en una economía deficitaria en la cuenta corriente, el tipo de cambio real tiende a depreciarse y no al revés. Esto refuerza la idea de que Banxico cada vez que intuye una depreciación, interviene en las subastas de títulos públicos para elevar la tasa de interés y mantener artificialmente apreciada la moneda y así evitar presiones inflacionarias<sup>55</sup> (Guillén, 1998).

A este aspecto Galindo y Ros (2006) sugieren que Banxico lleva a cabo una política asimétrica, ya que cuando la moneda sufre una apreciación y se relajan las tensiones inflacionarias, la autoridad no responde en la misma dirección reduciendo la tasa de interés. Dicha política ha provocado la subsecuente sobrevaluación del peso.

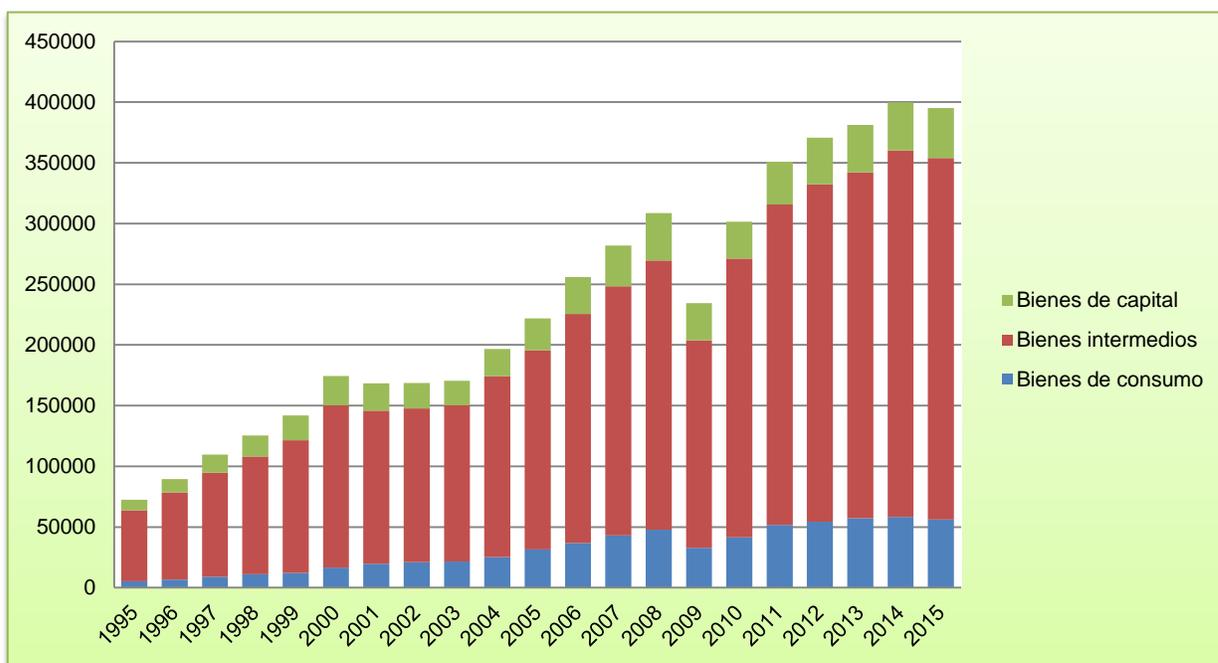
Este comportamiento (tendencia a la sobrevaluación) obedece en cierta medida al efecto traspaso que existe en la economía. En México el traspaso del

<sup>55</sup> Cuando un banco central incide para conducir el valor de la moneda hacia cierta dirección se le conoce como "flotación sucia".

tipo de cambio a los precios es mayor debido al alto grado de apertura económica y al historial de inflación seguida de una devaluación (Martínez et al. 2001).

Asimismo, el alto componente de bienes de capital e intermedios afecta la estructura de costos de los productores trasladando parte de dichos costos a los consumidores finales (Capistrán, Ibara y Ramos-Francia, 2011). De tal suerte que la autoridad se ha empeñado en disminuir este efecto, y lo ha conseguido, subiendo la tasa de interés y mejorando la credibilidad del banco central (Galindo y Ros, 2006).

**Gráfica 3.28**  
**Clasificación de las importaciones (millones de dólares)**

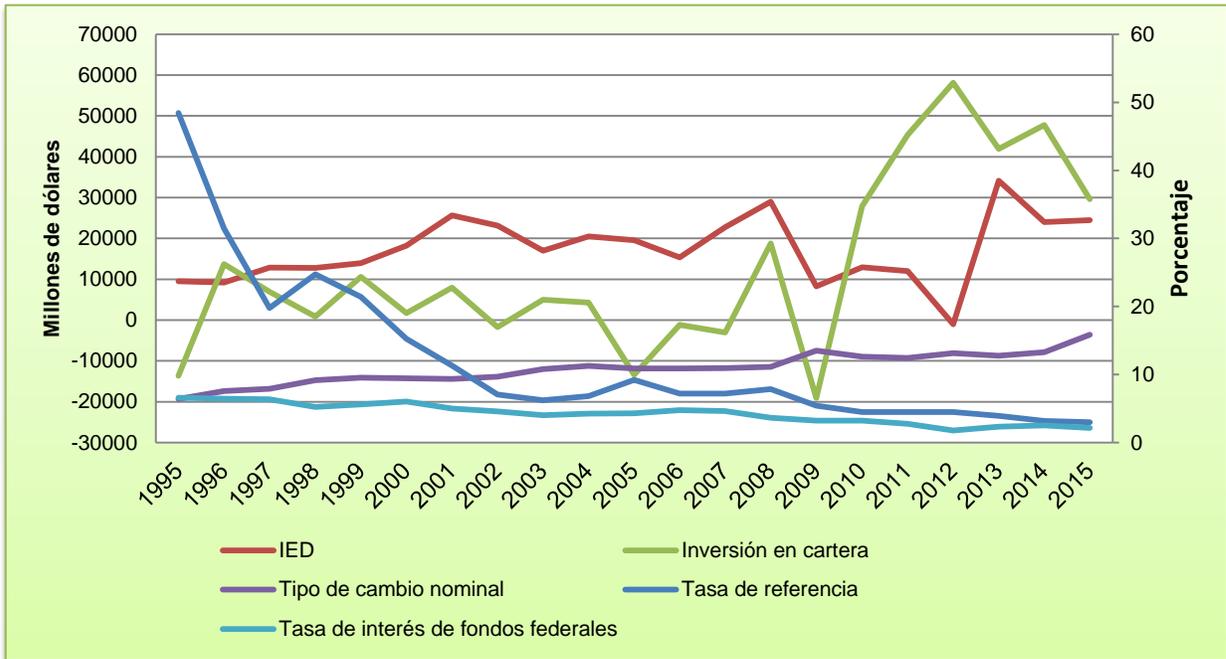


Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico.

Pero dicha sobrevaluación también tiene su causa en los ingentes flujos de capital de cartera que entran al país atraídos por las altas tasas de interés. A diferencia de lo que se creía sobre la disminución en la entrada de capitales de especulativos corto plazo y la mejora en la posición de la balanza de pagos<sup>56</sup>, vemos que éstos no han parado de venir hacia el país dada su mayor rentabilidad (ver gráficas 3.27 y 3.29).

<sup>56</sup> Véase Carstens y Werner (1999) y Martínez (2005).

**Gráfica 3.29**  
**Inversión y tipo de cambio**



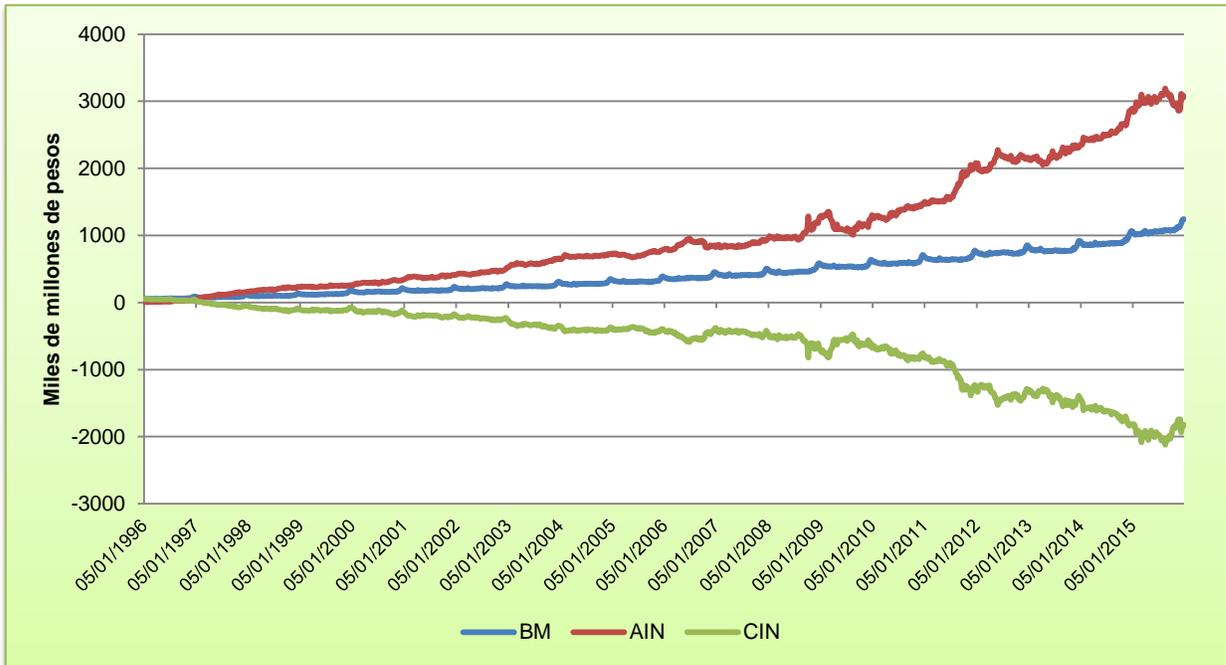
Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico.

Para reforzar la política cambiaria antiinflacionaria, Banxico ha intervenido en el mercado de divisas lo que le ha valido un proceso de acumulación de reservas. Dicha medida no ha sido reconocida por la institución como un complemento o instrumento operacional de su política monetaria, aunque actualmente existe consenso en que las intervenciones ayudan a modificar el tipo de cambio sin alterar su volatilidad, no así en cuanto a su efectividad y la forma adecuada de llevarlas a cabo, independientemente de que esto genere una contradicción en el propio ROI (Capraro y Perrotini, 2011).

En la siguiente gráfica se puede apreciar cómo la base monetaria ha tenido un comportamiento constante debido a las esterilizaciones por parte de Banxico, es decir, la variación en los activos internacionales netos se compensa con una variación contraria del crédito interno neto (esterilización total).

Gráfica 3.30

Activos internacionales netos, base monetaria y crédito interno neto



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico

El incremento en las reservas internacionales de Banxico ha estado determinado, en parte, por los flujos netos de Pemex en calidad de oferente neto de divisas dada su balanza comercial. Así, de 1996 a 2015 las reservas internacionales se incrementaron pasando de 6,313 a 177,629 millones de dólares (ver cuadro 3.7). Para reducir la oferta monetaria derivado del incremento en las reservas, el banco central ha colocado 1.5 billones de pesos en instrumentos de deuda entre 1976 y 2013 (Rodríguez, 2014) lo que explica la disminución en el crédito interno neto.

Desde que se implementó el régimen de libre flotación, Banxico ha acumulado reservas a través de 6 etapas: i) de 1996 a 2001 compraba dólares a través de opciones *put* y, por simetría, se vendía a través de subastas, ii) de 2001 2003 no se alteró el flujo, iii) de 2003 a 2008 se vendieron reservas en subastas diarias, iv) en el periodo 2008-2009 se llevaron a cabo subastas extraordinarias y subastas ordinarias con precio mínimo, v) en 2010 y 2011 se efectuaron subastas mensuales para vender dólares al Banco de México, por un monto de 600 md, vi)

desde 2011 la Comisión de Cambios suspendió el mecanismo de subastas de dólares y lo reemplazó por un mecanismo de subastas diarias con precio mínimo.

**Cuadro 3.4**  
**Saldos y flujos de los activos internacionales de Banxico (millones de dólares)**

	Saldos de Activos Internacionales Netos	Saldos de Reserva Internacional Neta	Flujos Netos de Activos Internacionales Netos	Flujos Netos de PEMEX	Flujos Netos de Gobierno Federal	Operaciones de Mercado	Otros Flujos Netos
1996	6,313	17,509	6,348	9,047	-2,707	864	-858
1997	19,824	28,003	13,511	8,470	859	3,821	361
1998	23,480	30,140	3,656	5,430	-3,307	310	1,224
1999	27,380	30,733	3,900	7,426	-6,506	1,820	1,160
2000	35,629	33,555	8,249	11,172	-6,802	1,794	2,085
2001	44,857	40,880	9,228	8,905	-2,401	1,363	1,360
2002	50,722	47,984	5,865	10,019	-6,212	0	2,059
2003	59,059	57,435	8,337	15,380	-5,823	-3,218	1,998
2004	64,233	61,496	5,174	13,832	-3,240	-6,712	1,295
2005	74,115	68,669	9,882	20,378	-7,290	-4,402	1,196
2006	76,304	67,680	2,189	26,698	-20,192	-8,014	3,697
2007	87,235	77,991	10,931	12,900	-3,648	-4,240	5,920
2008	95,232	85,441	7,997	22,754	-4,772	-18,674	8,690
2009	99,870	90,838	4,638	11,529	5,903	-16,246	3,453
2010	120,621	113,597	20,751	16,037	274	4,466	-26
2011	149,242	142,476	28,622	18,692	2,181	4,614	3,134
2012	167,082	163,515	17,840	16,933	391	-646	1,161
2013	180,232	176,522	13,150	17,297	-425	0	-3,722
2014	195,714	193,239	15,481	14,336	1,563	-200	-217
2015	177,629	176,735	-18,085	2,777	4,731	-24,515	-1,078

Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico.

Como se ha evidenciado, la política cambiaria ha acentuado el problema estructural de la balanza de pagos dando como resultado que México vea restringido su crecimiento por esta vía. Banxico, a través de sus intervenciones, ha conseguido que el tipo de cambio real se encuentre apreciado lo que ha mermado a las exportaciones las cuales no han sido suficientes para financiar el continuo crecimiento de las importaciones que en su mayor caso son de uso intermedio y de capital. De igual forma, se han visto favorecidos por esta apreciación los flujos de capital de cartera en detrimento de la IED.

### 3.3 Estabilidad de precios y crecimiento económico

Desde la adopción del ROI en México la inflación y la volatilidad han caído, las expectativas de inflación se encuentran ancladas y la política monetaria parece tener una mayor transparencia, sin embargo, vemos que no se ha cumplido que una inflación baja y estable haya venido acompañada de crecimiento sostenido y por ende un mayor bienestar social.

**Cuadro 3.5**  
**Inflación, crecimiento y salarios**

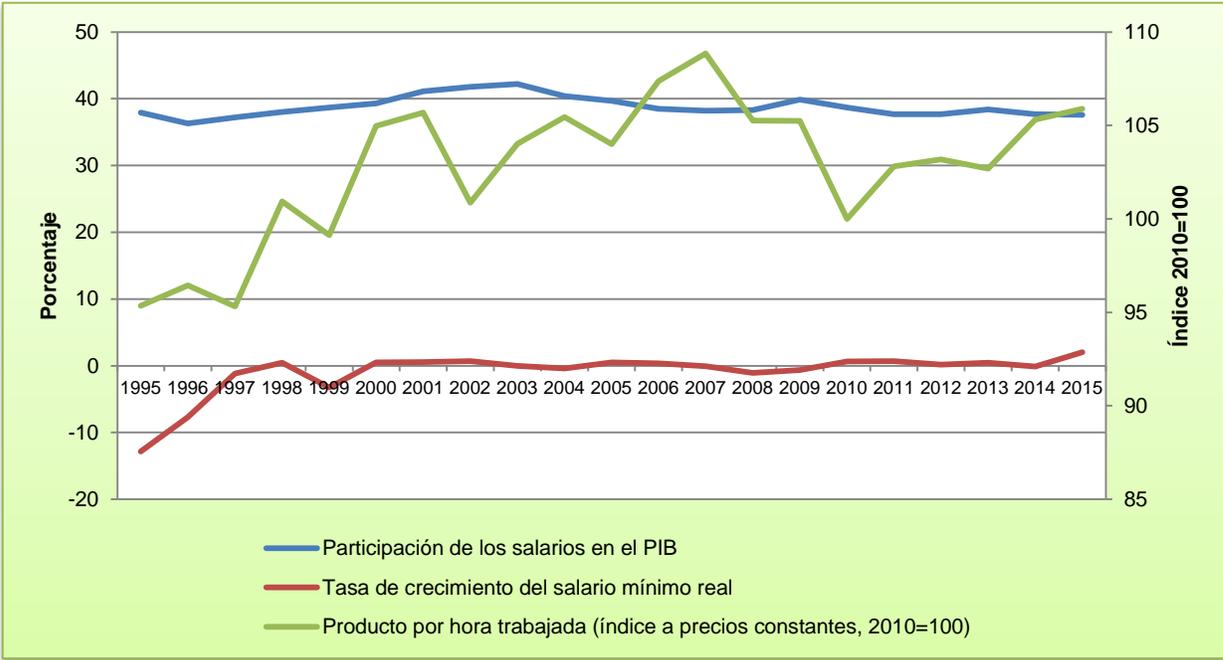
	Objetivo de inflación	Inflación observada	Pronóstico del PIB	PIB observado	PIB per cápita (% anual)	Salario mínimo nominal (pesos por día)	Salario mínimo (% anual)
1995	42.0	51.97	n.a.	-6.2	-8.0	16.42	17.53
1996	20.5	27.70	>3	5.1	4.9	18.43	12.24
1997	15.0	15.72	>4	6.8	5.1	24.30	31.85
1998	12.0	18.61	5	4.9	3.5	28.30	16.46
1999	13.0	12.32	3	3.7	1.2	31.91	12.76
2000	10.0	8.96	4.5	6.6	3.5	35.12	10.06
2001	6.5	4.40	n.a.	-0.1	-1.7	37.57	6.98
2002	4.5	5.70	1.5	0.7	-1.3	39.74	5.78
2003	3.0	3.98	3	1.3	0.2	41.53	4.50
2004	3±1	5.19	3-3.5	4.2	2.6	43.29	4.24
2005	3±1	3.33	3	2.9	0.9	45.24	4.50
2006	3±1	4.05	4.5-5	4.8	3.0	47.05	4.00
2007	3±1	3.76	3.5	3.3	0.7	48.88	3.90
2008	3±1	6.53	2.5-3	1.3	-0.5	50.84	4.00
2009	3±1	3.57	3-3.5	-6.2	-6.8	53.19	4.62
2010	3.0	4.40	4.5-5	5.5	3.5	55.77	4.85
2011	3.0	3.82	>4	3.9	2.1	58.06	4.10
2012	3.0	3.57	>4	3.9	2.2	60.50	4.20
2013	3.0	3.97	>3	1.4	-0.1	63.12	4.33
2014	3.0	4.08	2.5-3	2.3	1.4	65.58	3.90
2015	3.0	2.13	>2	2.6	1.9	68.34	4.21

Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico, CEFP y del Banco Mundial.

Si bien el combate a la inflación ha sido exitoso, no siempre se ha alcanzado el objetivo trazado y el desempeño económico ha sido pobre. En los primeros cinco años el PIB superó las expectativas de crecimiento pero desde entonces muy pocas veces ha crecido acorde con las mismas.

Dado que la política monetaria sólo se ha centrado en atacar la inflación sin importar que sus políticas puedan acentuar a pobreza y concentración del ingreso, esto ha repercutido de manera negativa en las condiciones de vida de la sociedad. Lo anterior se puede ver en la distribución del ingreso donde la participación de los salarios en el producto sigue siendo la misma que en 1995, también se aprecia que la tasa de crecimiento anual del salario mínimo real es muy baja, no obstante el aumento en la productividad.

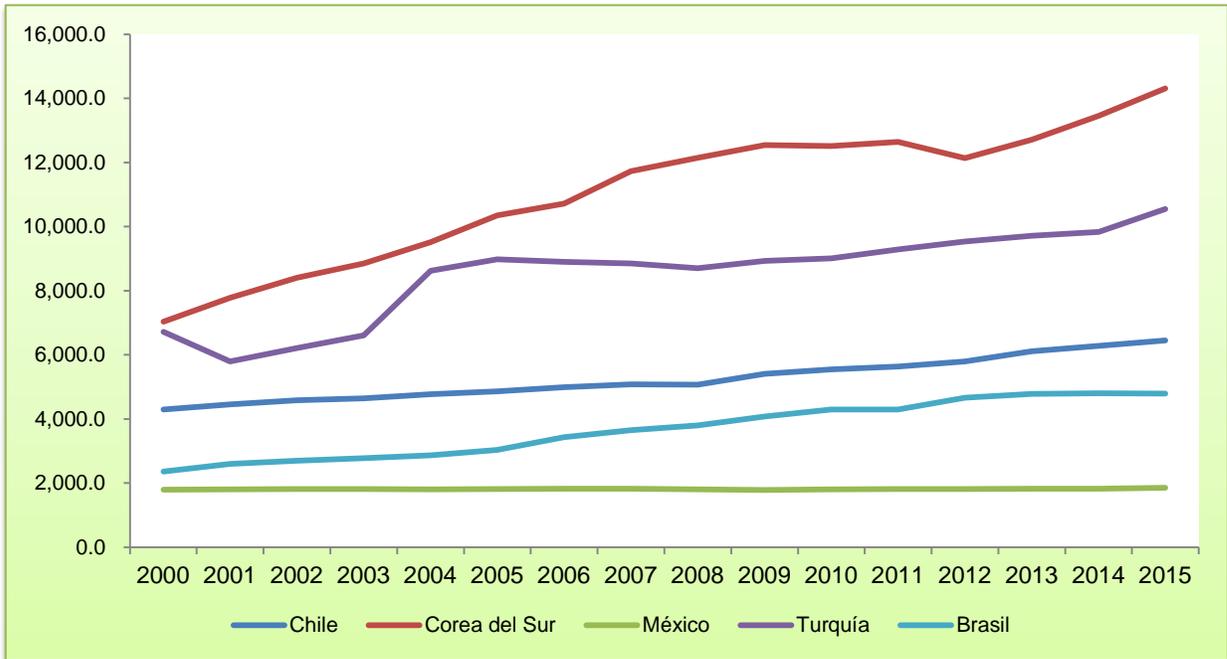
**Gráfica 3.31**  
**Evolución de los salarios y la productividad**



Fuente: Elaboración propia con datos de la OCDE y de la OIT.

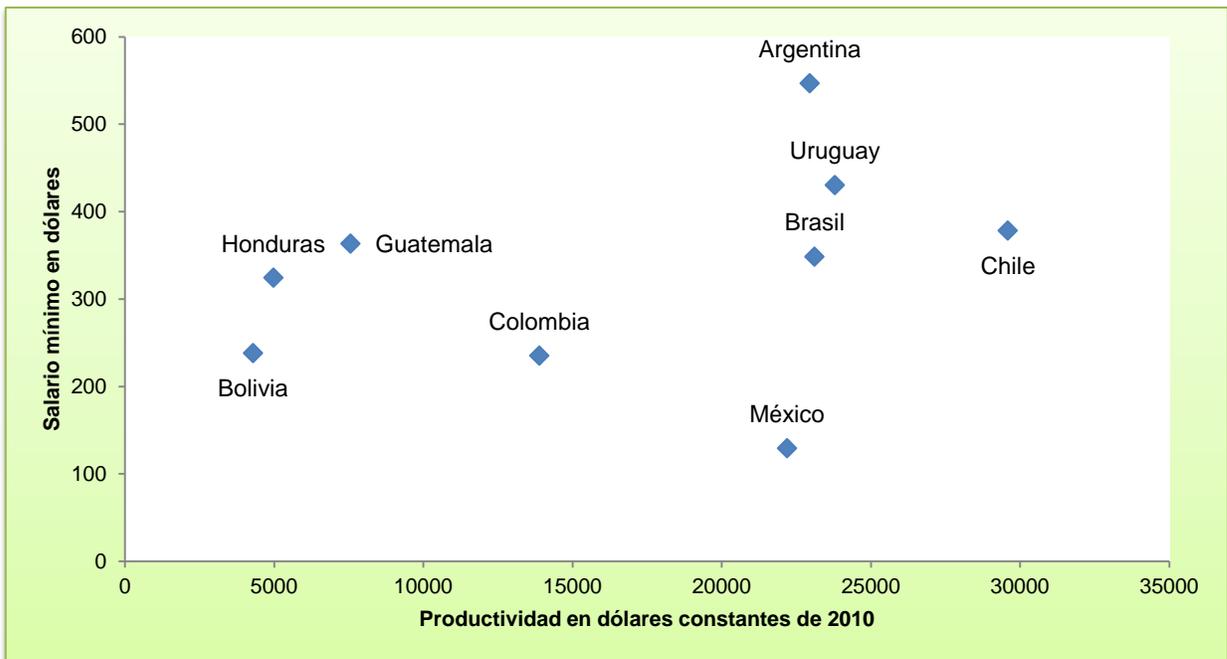
Si comparamos a México con algunas economías de similar desarrollo vemos que la evolución del salario mínimo real medido en paridad de poder adquisitivo no ha variado en todo el periodo (gráfica 3.32). Entre 1995 y 2015 ha tenido un aumento tan solo del 3.8% y si lo medimos en términos del PIB per cápita es igual al 20% en 2015. Pero este bajo nivel del salario no se explica por la baja productividad ya que México tiene uno de los niveles más altos de productividad laboral media en la región pero su salario es más bajo que el de países cuya productividad es mucho menor a la mexicana.

**Gráfica 3.32**  
**Evolución del salario mínimo real (en dólares PPA 2017)**



Fuente: Elaboración propia con datos de la OCDE.

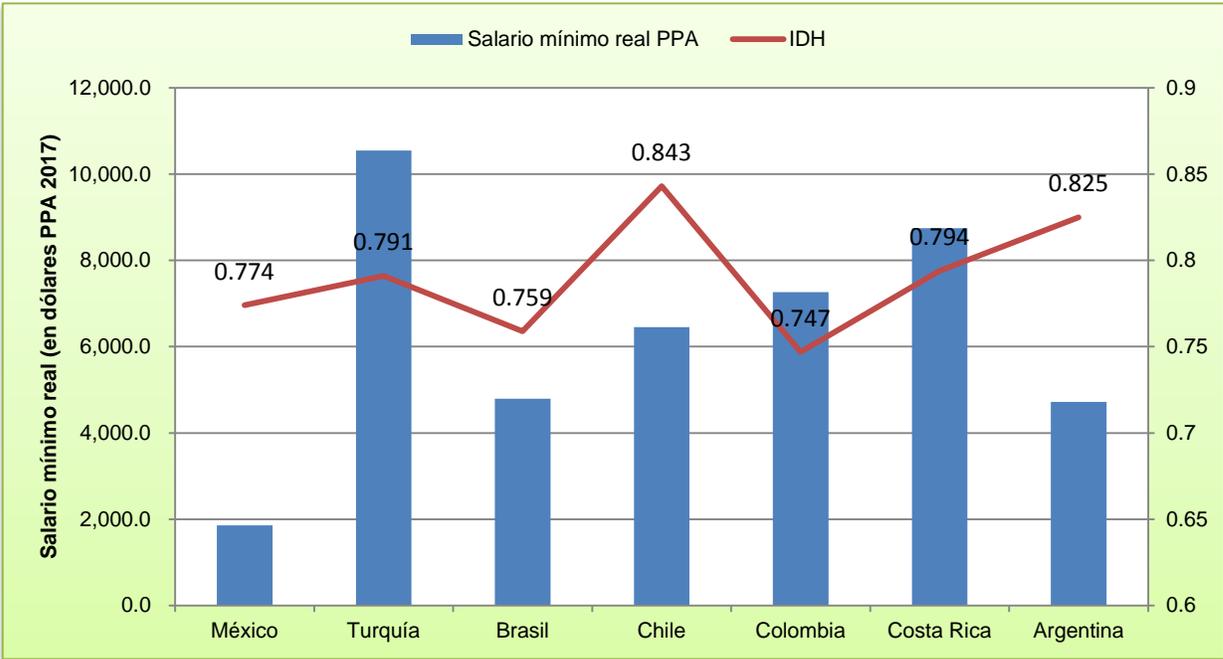
**Gráfica 3.33**  
**Salarios mínimos y productividad laboral media (2000-2015)**



Fuente: Elaboración propia con datos de la OIT y de los Ministerios de Trabajo de cada país seleccionado.

México además es de los países que paga los salarios más bajos en relación con su nivel de desarrollo. De los países analizados, en México es donde se pagan los salarios más bajos cuando su IDH es mayor que el de países como Colombia o Turquía que pagan cuatro y cinco veces más en salarios respectivamente.

**Gráfica 3.34**  
**Salario mínimo en relación con el IDH 2015**



Fuente: Elaboración propia con datos de la OCDE y de la ONU.

En el NCM queda de manifiesto que el tener salarios nominales domésticos bajos conlleva a una ventaja competitiva que permite elevar el nivel de inversión y mejorar la posición en la balanza de pagos. Acorde con este enfoque, el ROI asigna un rol esencial a los salarios debido a su influencia directa sobre los precios, y a través de las políticas de estabilidad macroeconómica busca incidir en su comportamiento (Feregrino, 2011).

Como se ha podido constatar, la economía mexicana lleva mostrando niveles bajos de crecimiento desde hace varias décadas y la política monetaria ha

sido incapaz de influir positivamente sobre el desempeño económico, y no solo eso, sino que el objetivo de mantener la inflación en niveles bajos mediante las elevadas tasas de interés, las cuales redistribuyen la inversión productiva hacia la inversión especulativa, y las esterilizaciones por parte de Banxico que han derivado en la constante apreciación cambiaria, han desembocado en una mala distribución del ingreso, en un estancamiento en los salarios y por consiguiente en una disminución del bienestar social.

*“... la bondad de la estabilidad de los precios es una idea claramente aceptada por todas las sociedades actuales. Independientemente de su nivel de ingresos, los ciudadanos saben que es mejor no tener inflación que tenerla. Esta verdad se corrobora todos los días, dicho sea sin exageración, con la propia experiencia. Los estragos de los períodos de alta inflación han sido confirmaciones dramáticas de esta realidad para muchos mexicanos. Los economistas han documentado con detalle los costos económicos y sociales de la inflación. Ésta equivale a un impuesto no legislado sobre los saldos monetarios, por lo que al desincentivar su uso genera ineficiencias en la asignación de recursos. Cuando es inesperada, la inflación provoca además errores en las decisiones económicas e incertidumbre que inhibe la planeación, el ahorro y la inversión.*

*Estos y otros costos tienen dos implicaciones. En primer lugar y contrario a lo que a veces se afirma, la estabilidad de los precios es un bien en sí mismo y, por lo tanto, puede considerarse un fin. La razón es que la inflación es una confiscación de riqueza que atenta contra los derechos de propiedad de las personas. A menos de que no se use el dinero ni siquiera como referencia contractual, la inflación puede redistribuir arbitrariamente proporciones significativas de riqueza. Este impuesto afecta en especial a las personas con menos ingreso, las cuales mantienen una elevada proporción de sus ahorros en efectivo. En segundo lugar, la estabilidad de los precios es un prerrequisito para el crecimiento económico. Al evitarse las distorsiones y la inseguridad asociadas con la inflación se facilitan la creación de negocios y los proyectos de inversión. Los estudios empíricos han confirmado que existe una relación inversa entre inflación y crecimiento económico de largo plazo. En particular, la inestabilidad financiera relacionada con el descontrol de la inflación fue responsable, en una buena parte, del desempeño económico desfavorable de nuestro país en las tres últimas décadas del siglo pasado. Este daño es aún más evidente cuando se exploran las causas de la desventaja que manifiesta México respecto de las economías con elevadas tasas de expansión del ingreso por habitante, como por ejemplo los países de Asia del Este. Lo anterior nos lleva a la conclusión de que la estabilidad de los precios es benéfica por partida doble: preserva el bienestar y favorece el desarrollo. Por otra parte, no conozco algún estudio empírico que demuestre que la inflación por sí misma produzca beneficios. [...]En suma, la estabilidad de los precios favorece el crecimiento en el largo plazo y no existe contradicción irremediable entre crecimiento económico y control de la inflación en el corto plazo si la política monetaria se conduce con autonomía y prudencia.” (Sánchez, 2010; pp2).*

## **Conclusiones**

La tarea de generar mejor recaudación de impuestos y el uso de tales recursos no ha sido totalmente favorable. Persiste la baja recaudación y el aumento del gasto corriente en la estructura de la política fiscal en México. Parece ser plausible que una reforma hacendaria progresiva sea adecuada para la estructura de la distribución del ingreso en el país.

En lo que concierne a la política monetaria, México ha desarrollado los instrumentos de la estabilidad de la tasa de interés y de restricción del crédito por un lado, y por otro lado ha utilizado un tipo de cambio flotante, pero con una balanza de pagos deficitaria. En México la inflación y la volatilidad han sido controladas mediante la influencia de la política monetaria sobre las expectativas de inflación a la vez que hay una mayor transparencia, pero no es determinante para el crecimiento, se infiere que en este campo influyen más otros elementos como la productividad que la política monetaria.

## **Conclusiones**

La política económica implementada en México desde finales de los ochenta, es impulsada por organismos internacionales, cuyos lineamientos contribuyeron a corregir los desequilibrios externos e internos; la política monetaria ayudo fundamentalmente a la reducción en las tasas de inflación con la estabilidad de las expectativas; sin embargo ni esta política ni la fiscal lograron consolidar un aumento significativo en el crecimiento de la actividad económica ni disminuir los niveles de pobreza.

Las recomendaciones en materia de finanzas públicas se han reducido en hacer un uso restrictivo y procíclico de la política fiscal que es vista como inflacionaria, priorizando el gasto con la finalidad de obtener superávit primario. Para ello, se ha puesto especial énfasis en el aumento en la captación de recursos económicos para financiar el gasto público. Dado que la meta es tener unas finanzas públicas equilibradas, se pretendió recortar la brecha entre ingresos y gasto incrementando los primeros y reduciendo el gasto público destinado a proyectos productivos.

Este objetivo no ha sido alcanzado en parte por la gran dependencia de los ingresos petroleros que en los últimos años han disminuido, así como por la regresividad en los impuestos, la alta informalidad que persiste en la economía y el pago de los intereses de la deuda, por lo que no solo el balance fiscal del sector público se ha venido deteriorando, sino que la manera de combatirlo, esto es disminuyendo el gasto público de capital, ha traído consecuencias negativas.

La estrategia de gravar a los bienes y servicios en lugar de gravar los ingresos, con el argumento de su facilidad en cuanto a recaudación, que se ha llevado a cabo mediante la implementación de innumerables ajustes fiscales, ha demostrado claramente su ineficiencia ya que los ingresos tributarios apenas representan el 50% de los ingresos totales del sector público lo cual es poco si lo comparamos con países de la OCDE, es decir, la base gravable aún sigue siendo

bastante estrecha y los esfuerzos que se hicieron para ampliarla no resultaron efectivos.

Esta estructura fiscal sigue beneficiando a las personas con mayores ingresos ya que el ISR en su límite superior apenas es de 35%, ligeramente por debajo del promedio de la OCDE, además de contar con diversas deducciones empresariales y tasas impositivas bajas por concepto de ganancias de capital. Esto, junto con el aumento en el IVA en una sociedad de por sí desigual como la mexicana, no ha significado una mejor distribución del ingreso dejando claro que el sistema tributario beneficia más a aquellos individuos que más ingresos perciben.

A pesar del aumento que han tenido los impuestos en los ingresos presupuestarios medidos en términos del PIB, estos siguen siendo muy bajos dejando en claro la ineffectividad del gobierno a la hora de recaudar y también resultado del alto grado de informalidad que existe en el país. Para el año 2015, México fue el país de la OCDE que tuvo la menor proporción PIB/impuestos al mostrar un ratio de 17.4% muy por debajo del promedio de la organización que fue de 34.3% y de Dinamarca que obtuvo el primer lugar con un 46.6%.

La alta dependencia de los ingresos petroleros es otro factor que explica el dispar comportamiento de los ingresos presupuestarios debido a la volátil participación de los primeros. La caída en los precios internacionales así como la disminución en la plataforma petrolera en los últimos años, se han traducido en una menor participación en los ingresos del sector público a lo cual se ha respondido conteniendo el gasto en los niveles observados.

Si bien el gasto corriente ha venido aumentando a raíz del gran aparato estatal y a consecuencia del aumento en el pago de pensiones, el gasto en capital se encuentra constreñido representando apenas 5% del PIB. Parte de esta contención del gasto se explica por el empeño de las autoridades en conseguir el objetivo de inflación pero también mucho tiene que ver la creencia de que el gasto

público desplaza a la inversión privada, lo cual dista mucho de cumplirse en el periodo observado.

La baja proporción del gasto público destinado a la inversión productiva no ha sido compensada con inversión privada lo que también ha sido causa de la baja productividad y el estancamiento en los salarios.

El actual déficit fiscal se encuentra en niveles manejables y gracias a la disciplina fiscal, el país ha logrado tener superávits primarios hasta que estalló la crisis hipotecaria, lo cual se corresponde con las recomendaciones de los organismos internacionales. No obstante, México año con año ha aumentado el monto de los intereses pagados en detrimento de impulsar el gasto en inversión pública. Sin embargo, la deuda se ha venido disparando, sobre todo la interna, hasta tornarse prácticamente impagable lo que ha significado un freno al desarrollo del país ya que dichos recursos se utilizan para estabilizar el tipo de cambio y presionan al alza la tasa de interés, en lugar de destinarse a mejorar la infraestructura y a ampliar la formación de capital fijo.

Se observa entonces que la política fiscal contractiva y procíclica no ha sido capaz de aumentar la base gravable teniendo como resultado una baja recaudación y estancamiento en los ingresos y no se ha logrado desprenderse de los recursos provenientes de la venta de petróleo. Es necesario delinear una estrategia de política fiscal que sea capaz de generar un incremento en la recaudación, donde todavía existe espacio sobre todo en la parte de privilegios fiscales como deducciones, exenciones y aumento en el ISR de los individuos que perciben un ingreso mayor, que a la vez permita poder incrementar el gasto público sin generar desequilibrios macroeconómicos sobre todo en el rubro de capital que actualmente se encuentra en niveles demasiado bajos para que de esta manera se pueda incrementar la capacidad productiva que requiere el país.

En lo referente a la política monetaria, el uso de la tasa de interés como instrumento operacional ha influido positivamente en mantener las expectativas inflacionarias ancladas pero también lo ha hecho de manera negativa en el

otorgamiento de créditos ya que se opera con el firme objetivo de controlar la inflación por lo que en sospecha de presiones inflacionarias o shocks externos, se ha aplicado una política monetaria restrictiva.

Aunado a esto, la política monetaria de la Fed también influye en la instrumentación de la política monetaria en México que se adecua con el fin de retener capitales y evitar una depreciación cambiaria. Sin embargo, las tasas activas no han seguido esta misma tendencia descendente lo que ha incidido perniciosamente en la expansión del crédito al sector privado cuyos niveles son muy bajos y que ha seguido una redistribución hacia el consumo cuya rentabilidad es mayor, en deterioro del otorgamiento de créditos con fines productivos.

Conjuntamente con la tasa de interés, el tipo de cambio ha sido utilizado como un instrumento operacional a pesar de las negativas de la autoridad monetaria en este aspecto. Una de las preocupaciones por parte del banco central ha sido mandar un mensaje de confianza a los mercados financieros traducido en un tipo de cambio nominal fuerte y estable.

Pero este modus operandi de flotación administrada juega en contra del sector exportador y explica en buena medida el deterioro en la balanza comercial. Mantener apreciada la moneda inhibe el crecimiento de las exportaciones y aumenta el monto total de las importaciones. Aunque dicho déficit comercial se encuentra financiado por las exportaciones manufactureras, una gran proporción de las mismas contiene insumos intermedios y de capital, lo cual por su efecto traspaso, también es un factor que toma en consideración Banxico respondiendo subiendo tasas.

Este constante aumento del déficit en cuenta corriente debería estar asociado a una depreciación cambiaria pero vemos que en realidad lo que se observa es una sobrevaluación de la moneda que se debe a: 1) la política asimétrica de Banxico al intervenir mediante esterilizaciones que presionan al alza la tasa de interés, 2) la política restrictiva aplicada para mitigar el efecto traspaso y

3) el aumento en el flujo de capitales de corto plazo dada la alta rentabilidad resultado de mayores tasas de interés.

Todo lo anterior ha acentuado la posición de la balanza de pagos. Dicho problema es de carácter estructural, ya que el país no cuenta con la capacidad productiva suficiente para generar excedentes productivos que permitan financiar los requerimientos de inversión. Gran parte de la problemática radica en la enorme dependencia del exterior, lo que provoca que cada vez que hay un aumento en la actividad económica, venga acompañado de una creciente adquisición de insumos y bienes intermedios y de capital externos que provocan un saldo negativo en la balanza comercial, lo cual constituye un importante limitante al crecimiento.

La apertura comercial, económica y de capitales en México, no favoreció la construcción de un aparato productivo autosuficiente; por el contrario, provocó un desmantelamiento de la planta productiva que se encontraba en clara desventaja para competir con el exterior.

Es menester poder crear políticas de inversión directa por parte del Estado sobre todo en los rubros de Investigación y Desarrollo para ligarlas a los principales sectores productivos, y así reducir la dependencia tecnológica del exterior para mejorar la posición de la balanza de pagos.

Se puede afirmar luego del análisis realizado, que la política económica bajo el ROI, ha tenido éxito en reducir la inflación, pero no ha sido eficiente en cuanto desempeño económico se refiere, ni ha aumentado los niveles de bienestar de la sociedad. Por el contrario, su implementación se ha llevado a cabo sin importar los efectos redistributivos que pueda tener.

A pesar de tener una productividad similar a los países de la región, los salarios permanecen estancados y mucho se debe a las políticas de estabilidad congruentes con el ROI que suponen la existencia de salarios competitivos que no generen presiones inflacionarias. Y es que el ROI además limita al tipo de cambio como un instrumento que potencie el crecimiento, limita a la política fiscal al mantener contenido el gasto en inversión pública y presiona al alza la tasa de

interés con lo que se acentúa el problema del acceso al crédito y desinhibe la inversión productiva.

Quizá sería bueno replantearse si es conveniente que el banco central se fije otros objetivos macroeconómicos sin que esto afecte su transparencia y credibilidad como el crecimiento o el pleno empleo, que junto con el combate a la inflación, puedan generar las condiciones necesarias para obtener un mejor desempeño económico.

A la vez, se tiene que pensar en un nuevo proceso de industrialización donde la inversión pública tenga un papel mucho más activo que permita repuntar la actividad industrial en el país la cual fue sacudida a raíz del TLCAN donde se pensó que la apertura comercial conllevaría a impulsar las empresas nacionales y que estas se beneficiarían de los avances tecnológicos, cosa que no se terminó de materializar.

La política industrial debe estar enfocada en sustituir competitivamente las importaciones y generar exportaciones de alto valor agregado. Para ello, es preciso generar las condiciones para la acumulación de capital, tanto físico como humano, para que de esta manera se pueda lograr un aumento en la productividad que no termina de ser un factor de crecimiento.

De igual manera, es necesaria una política laboral centrada en mejorar la productividad del trabajo (cuya gran problemática radica en la alta informalidad persistente en el país), mejor eficiencia en el mercado de trabajo y favorecer la contratación de jóvenes donde el desempleo sigue mostrando niveles altos.

Finalmente, la política comercial orientada a la privatización, la desregulación y la liberalización comercial (donde México es el país con el mayor número de tratados firmados en el mundo) y financiera no ha generado mayor crecimiento económico por lo que debería reorientarse a fortalecer el mercado interno y evitar competir solo a través de abaratar el costo de la mano de obra y la exportación de materias primas.

## BIBLIOGRAFÍA

Almeida, A. and Goodhart, C. (1997). ¿Afecta la adopción de objetivos directos de inflación al comportamiento de los bancos centrales? En: J. Malo, J. Viñals y F. Gutiérrez, ed., *La política monetaria y la inflación en España*, (1° ed.) Madrid: Banco de España, pp. 535-621.

Aportela, F. y Werner, A. (2002). "La reforma al impuesto al valor agregado de 1995: efecto inflacionario, incidencia y elasticidades relativas", en *Serie Documentos de Investigación del Banco de México*, Dirección General de Investigación Económica, documento núm. 2002-1.

Arestis, P. (2009). *Fiscal Policy Within The New Consensus Macroeconomic Framework*. Cambridge Centre for Economic and Public Policy. University of Cambridge.

Arestis, P. y Sawyer, M. (2003a). "Inflation Targeting: A Critical Appraisal." *The Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper No. 388.

Arestis, P. y Sawyer, M. (2003b). "Reinventing Fiscal Policy", *The Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper No. 381.

Aroche, F. (2005). "Desintegración en la estructura productiva Mexicana y el empleo. Los coeficientes importantes y la integración", *Revista Asturiana de Economía*, 33, 31-61.

Auerbach, A., y Gale W. (2009). "Activist Fiscal Policy to Stabilize Economic Activity," en *Financial Stability and Macroeconomic Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Bailey, M. (1956). "The Welfare Cost of Inflationary Finance," *The Journal of Political Economy*, 64(2), 93-110.

Ball, L. (1990). "Why Does High Inflation Raise Inflation Uncertainty?" *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No. 3224. Cambridge, MA.

Ball, L. y Sheridan, N. (2003). "Does Inflation Targeting Matter?" *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No. 9577. Cambridge, MA.

Barker, F., Buckle, R., & St Clair, R. (2008). "The Roles Of Fiscal Policy In New Zealand", *The Treasury Working Paper*.

Barro, R. (1979). "On The Determination Of The Public Debt", *The Journal of Political Economy*, 87(5), 940-971.

Barro, R., y Gordon, D. (1983). "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model," *The Journal of Political Economy*, 91(4), 589-610.

Basilio, E. (2017). "Política fiscal procíclica y estabilidad monetaria en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú", *Revista Problemas del Desarrollo*, 192(49), 139-167.

Blanchard, O. (2003). Comments on Inflation targeting in transition economies; Experience and prospects, by Jiri Jonas and Frederic Mishkin.

Blanchard, O. y Perotti, R. (1999). "An Empirical Characterization Of The Dynamic Effects Of Changes In Government Spending And Taxes On Output", *National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 7269*. Cambridge, MA.

Beltrán, L. (2008). Política económica. Bogotá, Colombia: Escuela Superior de Administración Pública.

Bernanke, B. (1999). "Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?" in Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience, Ryoichi Mikitani and Adam Posen, eds., Institute for International Economics.

Bernanke, B. (2003). "Some Thoughts on Monetary Policy in Japan", Japan Society of Monetary Economics, Tokyo, Japan May 31, 2003.

Bernanke, B. y Blinder, A. (1998). "Credit, Money and Aggregate Demand," *The American Economic Review*, 78(2), 435-439.

Bernanke, B. y Gertler, M. (1989). "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations," *The American Economic Review*, 79(1), 14-31.

Bernanke, B., y Mishkin, F. (1997). "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?" *Journal of Economic Perspectives*, 11(2), 97-116.

Beyer, H. "Sobre impuestos, Desigualdad y Reforma tributaria", *Centro de Estudios Públicos, Chile*, 2014.

Blinder, A. (1999a). Central Banking in Theory and Practice. Massachusetts London, England: The MIT Press Cambridge.

Blinder, A. (1999b). "Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?," *National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 7161*. Cambridge, MA.

Blinder, A. (2004). "The Case Against the Case Against Discretionary Fiscal Policy", *CEPS Working Paper, WP No. 100*. Princeton University.

Canzoneri, M. y Diba, B. (1997). Restricciones fiscales a la independencia de los bancos centrales y a la estabilidad de precios. En: J. Malo, J. Viñals y F. Gutiérrez, ed., *La política monetaria y la inflación en España*, (1° ed.) Madrid: Banco de España, pp. 223-247.

Capistrán, C., Ibarra, R., & Ramos-Francia, M. (2011). "El Traspaso de Movimientos del Tipo de Cambio a los Precios: Un Análisis para la Economía Mexicana", *Documento de Investigación*, número 2011-12, Dirección General de Investigación Económica, Banco de México.

- Capraro, S. y Perrotini, I. (2011). "Intervenciones cambiarias esterilizadas, teoría y evidencia: el caso de México", *Contaduría y Administración*, 57(2), 11-44.
- Carstens, A. (2016). "Inflación baja y estable, el éxito de una reforma estructural," *Revista Pluralidad y Consejo*, 5(25), 160-171.
- Carstens, A. y Werner, A. (1999). "Mexico's Monetary Policy Framework Under a Floating Exchange Rate Regime", *Documento de Investigación*, número 1999-05, Dirección General de Investigación Económica, Banco de México.
- Cibils, A., y Lo Vuolo, R. (2004). "Regimen de metas de inflación: ¿el nuevo consenso ortodoxo en política monetaria? *Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas*, Documento de Trabajo N°41.
- Clavellina, J. (2013). "Crédito bancario y crecimiento económico en México", *Economía Informa*, 378, 14-36.
- Combes, J., Debrun, X., Minea, A., & Tapsoba, R. (2014). "Inflation Targeting and Fiscal Rules: Do Interactions and Sequencing Matter?", *Working Paper of the International Monetary Fund*, Working Paper No. 14/89.
- Cuadrado, J. (2010). *POLÍTICA ECONÓMICA Elaboración, objetivos e instrumentos (4ª ed.)*. Madrid, España: Mc Graw Hill.
- Cuevas, V. y Chávez, F. (2006). "Déficit, deuda y reforma fiscal en México", *Revista Problemas del Desarrollo*, 38(148), 69-97.
- Cukierman, A. (1992). *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*. Cambridge: MIT Press.
- Debelle, G. (1997). "Inflation Targeting in Practice," *Working Paper of the International Monetary Fund*, Working Paper No. 97/35.
- Debelle, G., y Fischer S. (1994). "How Independent Should a Central Bank Be?", en J.C. Fuhrer (ed.), *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers*. Federal Reserve Bank of Boston, 195-221.
- Debelle, G.; Masson, P.; Savastano, M. y Sharma, S. (1998). "Inflation targeting as a framework for monetary policy" en *International Monetary Fund Economic Issues (Washington DC) N° 15*.
- De Gregorio, J. (2017). "The Bank of Mexico Monetary Policy Dilemma", *Universidad de Chile and Peterson Institute for International Economics*, Febrero 28, 2017.
- Dornbusch, R., Fischer, S., & Startz, S. (2004). *Macroeconomía (9ª ed.)*. Madrid, España: Mc Graw Hill.
- Dotsey, M. (2006). "A Review On Inflation Targeting in Developed Countries," *Business Review*, Q3, 10-20.

Edelberg, W., Eichenbaum, M., y Fischer, J. (1998). "Understanding The Effects Of A Shock To Government Purchases", *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No. 6737. Cambridge, MA.

Edwards, S. (2006). "The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited," *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No. 12163. Cambridge, MA.

Epstein, G. (2003). "Alternatives on Inflation Targeting Monetary Policy For Stable and Egalitarian Growth: A Brief Research Summary," University of Massachusetts, Political Economy Research Institute, Working paper series no: 62.

Esquivel, Gerardo (2010), "De la Inestabilidad Macroeconómica al Estancamiento Estabilizador: El Papel del Diseño y Conducción de la Política Económica," en Nora Lustig, ed., *Los Grandes Problemas de México*, vol. 9, Crecimiento Económico y Equidad. Mexico City: El Colegio de México.

Fernández, J. (2005). "la deuda pública en México: su evolución desde la crisis de 1994-1995", *Foro Internacional*, XLV(2), 272-292.

Fischer, S., y Modigliani, F. (1978). "Towards an Understanding of the Real Effects and Costs of Inflation," *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No. 303. Cambridge, MA.

Fischer, S. (1993). "The Role of Macroeconomic Factors in Growth." *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No. 4565. Cambridge, MA.

Fischer, S. (1994). "Modern Central Banking," en Forest Capie, Stanley Fischer, Charles Goodhart y Norbert Schnadt (ed.), *The Future of Central Banking*, Cambridge University Press.

Fischer, S. (1996). "Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?" artículo presentado en el Simposio del Banco de la Reserva Federal de Kansas City, *Achieving Price Stability*, Agosto 29-31.

Feldstein, M. (1979) "The Welfare Cost of Permanent Inflation and Optimal Short-Run Economic Policy," *Journal of Political Economy*, 87(4), 749-768.

Feldstein, M. (1997). "The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability," en Christina Romer y David Romer, eds., *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, National Bureau of Economic Research y University of Chicago Press, 1996.

Feregrino, J. (2011). "La política de metas de inflación; de la flexibilidad laboral al desempleo en México", en: XI Seminario de Economía Fiscal y Financiera Crisis, estabilización y desorden financiero, 29-31 Mar 2011, Distrito Federal, México.

Fraga, A., Goldfajn, I., & Minella, A. (2003). "Inflation Targeting in Emerging Economies", *NBER Macroeconomics Annual 2003*, Volume 18.

- Galindo, M. (2011). "Crecimiento económico," *Información Comercial Española, ICE*, 858, 39-55.
- Galindo, L y Ros, J. (2006). " Inflation targeting in Mexico: An empirical appraisal", Paper prepared for the Amherst/CEDES Conference on Inflation targeting, Buenos Aires, May 13-14, 2005.
- Galindo, L., y Ros, J. (2006). "Banco de México: política monetaria de metas de inflación," *Economía UNAM*, 3(9), 82–88.
- García-Alba, P. (2006). "La estructura del IVA en México", *Análisis Económico*, XXI(48), 121-138.
- García, A. y Perrotini, I. (2014). El modus operandi del Nuevo Consenso Macroeconómico en Brasil, Chile y México. *Problemas del Desarrollo*, 45 (179), 35-63.
- Ghosh, J. (2007). "Macroeconomía y políticas de crecimiento," Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas (ONU DESA).
- Goodfriend, M. (2002). Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis. Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly*, 90(3), 21-45.
- Goodfriend, M. (2007). "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy," *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No. 13580. Cambridge, MA.
- Greenspan, A. (2001). "Transparency in Monetary Policy," remarks to the Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Policy Conference, October 11.
- Grilli, V., D. Masciandaro, y G. Tabellini. (1991). "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries," *Economic Policy* 6, 341-392.
- Guerrero, C. y Urzúa, C. (2007). "Reflexiones sobre la política cambiaria en México", en: José Luis Calva, compilador, *Macroeconomía del crecimiento sostenido*. Agenda para el desarrollo, vol. 4, México: UNAM-Miguel Ángel Porrúa, 2007, pp. 155-168.
- Guillén, A. (1998). "Política cambiaria y desarrollo", *Revista Comercio Exterior*, 48(6), 487-494.
- Hemming, R., Kell, M., & Mahfouz, S. (2002). "The Effectiveness of Fiscal Policy in Simulating Economic Activity", *Working Paper of the International Monetary Fund*, Working Paper No. 02/208.
- Huerta, M. y Chávez, M. (2003). "Tres modelos de política económica en México durante los últimos sesenta años," *Análisis Económico*, 18, 55-80.

- Inzunza, P. y Sánchez, A. (2012). "Disciplina fiscal: límites de la política fiscal para promover el desarrollo en México", *Nóesis. Revista de Ciencias Sociales y Humanidades*, 22(43), 135-160.
- Jiménez, F. (2011). Crecimiento económico enfoques y modelos. Lima, Perú: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Kessel, R. (1965). "The Cyclical Behavior of the Term Structure of Interest Rates," *National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 91*.
- Keynes, J. (1936). Teoría general del empleo, el interés y el dinero. Ciudad de México, México: Fondo de Cultura Económica.
- King D. y Ma Y. (2001). "Fiscal Decentralization, Central Bank Independence and Inflation," *Economic Letters*, 72 (1), pp. 95-98.
- Leeper, E. (2009). "Anchoring Fiscal Expectations", *National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 15269*. Cambridge, MA.
- Levy, N. (2016). "Política fiscal y desequilibrios económicos: el impacto de la composición del gasto público sobre el crecimiento de la economía Mexicana", *ECONOMIA UNAM*, 13(39), 82-105).
- Licona, Á. (2014). "Política económica y crecimiento en México: cinco sexenios en busca de la estabilidad," *Equilibrio Económico*, 10(1), 97–122.
- Linnemann, L. y Schabert, A. (2000). "Fiscal Policy in the New Neoclassical Synthesis", *Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing*, 35(6), 911-929.
- Loría, E. (2016). "México: crecimiento económico restringido y tipo de cambio, 1950-2014," *Revista Problemas del Desarrollo* 186(47), 133-160.
- Mankiw, G. 1985, "Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly", *Quarterly Journal of Economics*, 100, 529-237.
- Martínez, L. (2005). "La política cambiaria y monetaria en México: lecciones de una década de flotación cambiaria", *ICE No 821*, 11-29.
- Martínez, D., Caamal, I., & Ávila, J. (2011). "La política fiscal y el crecimiento económico en México", en Análisis del Medio Rural Latinoamericano, *Revista Textual*, 57, 137-156.
- Martínez, L., Sánchez, O., & Werner, A. (2001). "Consideraciones sobre la Conducción de la Política Monetaria y el Mecanismo de Transmisión en México", en *Serie Documentos de Investigación del Banco de México*, Dirección General de Investigación Económica, documento núm. 2001-2, marzo, 2001.

Mayer-Serra, C. (2014). "Progresividad y eficacia del gasto público en México: Precondición para una política recaudatoria efectiva", *Wilson Center Latin American Program*.

Mendoza, J. (2012). "Financiarización y gasto público en México (2000-2011)", *Análisis*, 13, 72-100.

Mishkin, F. (1996). "The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy." *Banque de France Bulletin Digest* 27, 33–44.

Mishkin, F. (2000). "Inflation Targeting in Emerging Market Countries," *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No. 7618. Cambridge, MA.

Mishkin, F. (2001). "From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons From The Industrialized Countries," *Policy Research*, Working Paper;No. 2684. World Bank, Washington, DC. World Bank.

Mishkin, F. (2005). "The Inflation Targeting Debate." John Kuszczak Memorial Lecture, annual conference of the Bank of Canada, Ottawa, April 28, 2005.

Mishkin, Frederic S., "Issues in Inflation Targeting," in Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy, (Bank of Canada: Ottawa, Canada, forthcoming 2001).

Mishkin, F., y Schmidt-Hebbel, K. (2001). "One decade of inflation targeting in the world: What do we know and what do we need to know?," *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No. 8397. Cambridge, MA.

Mishkin, F., y Schmidt-Hebbel, K. (2006). "Does Inflation Targeting Make A Difference?," National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 12876. Cambridge, MA.

Moreno, J., Pérez, E., & Ruiz, P. (2004). "El Consenso de Washington: aciertos, yerros y omisiones," *Perfiles Latinoamericanos*, 025, 149–168.

Moreno-Brid, J. y Ros. J, (2004). "México: las reformas del Mercado desde una perspectiva histórica", *Revista de la CEPAL*,84, 35-57.

Neumann, J. y von Hagen J. (2002). "Does Inflation Targeting Matter?" Federal Reserve Bank of St. Louis Review (July/August): 127-148.

Perotti, R. (2000). *What Do We Know About The Effects Of Fiscal Policy?*. Documento presentado en XII Riunione Scientifica Politica Fiscale, Flessibilità dei Mercati e Crescita, Pavia, Italia. Recuperado de <http://www.siepweb.it/siep/images/joomd/1397925830013.pdf>

Perotti, R. (2004). "Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD Countries, CEPR Discussion Paper n. 4842.

Perrotini, I. (2014). "El Nuevo consenso en teoría y política monetaria", en S. Rivas Aceves, C. E. Castillo y F. Venegas, editores, *Teoría Económica: un panorama contemporáneo*, Vol. I, México, Universidad Panamericana, Universidad de las Américas Puebla, IPN y Porrúa, 2014.

Poole, W. (1970). "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model," *The Quarterly Journal of Economics*, 84(2), 197-216.

Poole, W. (1999). "Is Inflation Too Low?," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 81(4), 3-10.

Ramey, V. y Shapiro, M. (1998): "Costly Capital Reallocation And The Effects Of Government Spending", *Carnegie Rochester Conference on Public Policy*, 48, 145-194.

Ramírez, E. (2006). "Por una política fiscal contracíclica", *Revista Problemas del Desarrollo*, 37(147), 81-107.

Rochon, L., y Rossi, S. (2005). "Inflation Targeting, Economic Performance, and Income Distribution: A Monetary Macroeconomics Analysis," *Journal of Post Keynesian Economics*, 28(4), 615-638.

Rodríguez, V. (2014). "Límites de la estabilidad cambiaria de México", *Revista Problemas del Desarrollo*, 181(46), 49-74.

Rodrik, D. (2008). "The Real Exchange Rate and Economic Growth," *Brooking Papers on Economic Activity*, 39(2), 365-439.

Rudebusch, Glenn D., y Carl E. Walsh. 1998. "U.S. Inflation Targeting: Pro and Con." FRBSF Economic Letter 1998-18 (May 29). <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/1998/may/usinflation-targeting-pro-and-con/>

Rudebusch, G y Walsh, C. (1998). "US inflation targeting: pro and con," *Economic Letters*, Federal Reserve Bank of San Francisco, (mayo 29).

Samuelson, P., Nordhaus, W., Dieck, L., & Salazar, J. (2001). *Macroeconomía con aplicaciones a México* (2ª ed.). Ciudad de México, México: Mc Graw Hill.

Sánchez, M. (2010). "Estabilidad y crecimiento económico: el papel del banco central" Subgobernador del Banco de México, en la Reunión de la Asociación de ex Alumnos del ITAM, ITAM, Mayo 14 de 2010.

Schiller, R. (1996). "Why Do People Dislike Inflation?" en Christina Romer y David Romer, eds., *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, National Bureau of Economic Research y University of Chicago Press, 1996.

Sobarzo, H. (2010). "Reforma Fiscal y Relaciones Fiscales Intergubernamentales", en Nora Lustig, ed., *Los Grandes Problemas de México*, vol. 9, Crecimiento Económico y Equidad. Mexico City: El Colegio de México.

- Solow, R. (1956). "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*.
- Spiegel, S. (2007). "Políticas macroeconómicas y de crecimiento," Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas (ONU DESA).
- Stiglitz, J. (1993). *Economics*. United States of America: Norton.
- Svensson, L. (1997a). "Monetary Policy and Inflation Targeting," *National Bureau of Economic Research*, NBER Reporter Winter 1997/98.
- Svensson, L. (1997b). "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets." *National Bureau Economic Research*, Working Paper No. 5797; *European Economic Review*, forthcoming 1997.
- Swan, T. (1956). "Economic growth and capital accumulation", *The Economic Record*, 2, 334-361.
- Taylor, J. (1996). "How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Log-Run Price Stability-Conceptual Issues," en Federal Reserve Bank of Kansas City, *Achieving Price Stability*, pp. 181-95.
- Thirlwall, A. P. (1979), "The Balance of Payments Constraint as an Explanation of International Growth Rate Differences", en Banca Nazionale del Lavoro *Quarterly Review*, marzo, 45-55.
- Thirlwall, A.P. (2011). "Balance of Payments Constrained Growth Models: History and overview," *PSL Quarterly Review*, 64(259), pp. 307-351.
- Truman, E. (2003). *Inflation Targeting in the World Economy*. Washington: Institute for International Economics.
- Tulip, P. (2014). "Fiscal Policy and the Inflation Target", *RBA Research Discussion Paper* 2014-02.
- Villagómez, F. y Saucedo, G. (2013). "El mercado de crédito mexicano: Factores que determinan su desempeño", *EconoQuantum*, 11(1), 9-30.
- Viñals, J. (1997). Política monetaria e inflación: de la teoría a la práctica. En: J. Malo, J. Viñals y F. Gutiérrez, ed., *La política monetaria y la inflación en España*, (1° ed.) Madrid: Banco de España, pp. 49-86.
- Walsh, C. (2009). "Inflation Targeting: What Have We Learned?" *International Finance*, 12(2), 195-233.
- Woodford, M. (1998). "Public Debt and the Price Level". Bank of England conference on Government Debt and Monetary Policy, June 18-19, 1998.
- Woodford, M. (1999). "Price-Level Determination under Interest-Rate Rules," unpublished, Princeton University, April 1999.

Woodford, M. (2012). "Inflation Targeting and Financial Stability," *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No. 17967. Cambridge, MA.