

*“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México:
1980-2011”*



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
POSGRADO EN ECONOMÍA
FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ACATLÁN
ECONOMÍA FINANCIERA

LA POLÍTICA FISCAL PROCÍCLICA Y EL COSTO DE LA ESTABILIDAD
MONETARIA EN MÉXICO: 1980-2011

TESIS
QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:
DOCTOR EN ECONOMÍA

P R E S E N T A:
FELIPE CRUZ DÍAZ

TUTORA: DRA. TERESA SANTOS LÓPEZ GONZÁLEZ
FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ACATLÁN

MÉXICO, D. F.

SEPTIEMBRE 2014



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.

INDICE

Introducción	1
Primera parte: La controversia teórica sobre la política fiscal y el crecimiento económico	5
Capítulo I: La vieja discusión teórica en torno a la política fiscal de los Clásicos a la Síntesis Neoclásica	6
1 El enfoque clásico y neoclásico. El financiamiento del gasto público y la acumulación de capital.	6
1.1 El enfoque clásico. Las fuentes de financiamiento del gasto público y la acumulación de capital.	7
1.1.1 Adam Smith. Gasto y deuda pública. Los efectos de los cambios en el ahorro y consumo sobre la acumulación de capital.	7
1.1.2 David Ricardo. La equivalencia Ricardiana: deuda pública e impuestos	8
1.1.3 John Stuart Mill. Acumulación de capital, deuda pública y tasa de interés	11
1.2 El Enfoque Neoclásico Marginalista. Bienestar social, impuestos y subsidios.	12
1.3 El modelo de Keynes. La efectividad de la política fiscal y el carácter anti-cíclico del gasto público.	15
1.4 El enfoque keynesiano de la Síntesis Neoclásica. El <i>mix</i> de políticas fiscal y monetaria y el equilibrio macroeconómico.	21
Capítulo II: La nueva discusión teórica sobre la política fiscal: de los monetaristas a los poskeynesianos.	26
2.1 Los monetaristas y la influencia de la política fiscal en el largo plazo.	26
2.2 La Nueva Escuela Clásica y la reinterpretación del Teorema de la Equivalencia Ricardiana.	29
2.3. Estructura impositiva óptima y equilibrio general. Ingreso disponible permanente y maximización inter-temporal del consumidor.	30
2.4 La reinterpretación del Teorema de la Equivalencia Ricardiana y los efectos de la política fiscal.	34
2.5. El Nuevo Consenso Monetarista y la efectividad de la política monetaria basada en metas de inflación.	38
2.5.1 El efecto desplazamiento por la vía de la tasa de interés	40
2.5.2 El efecto desplazamiento por la vía del deterioro de la cuenta corriente y la apreciación del tipo de cambio.	41
2.5.3 El efecto desplazamiento por el desajuste entre la oferta de	

- equilibrio y la demanda agregada.
41
- 2.5.4 El efecto desplazamiento por el desajuste entre el ahorro público y el ahorro privado.
42
- 2.6 El enfoque Poskeynesiano y la efectividad de la política fiscal. El carácter contra-cíclico del déficit público.
43
 - 2.6.1 Subordinación del crecimiento económico al cumplimiento de la meta de inflación.
44
 - 2.6.2 Ahorro interno endógeno, tipo de cambio y cuenta corriente
45
 - 2.6.3 El ajuste entre la expansión de la demanda agregada y la capacidad productiva existente no utilizada.
47

SEGUNDA PARTE: LA POLÍTICA FISCAL EN MÉXICO

49

Capítulo III: La política fiscal contracíclica en México 1956-1982

50

- 3.1 Crecimiento económico y estabilidad monetaria.
Producción y precios
50
 - 3.1.1. Crecimiento económico con inestabilidad monetaria: 1940-1957
51
 - 3.1.2. Crecimiento económico con estabilidad monetaria: 1957-1970
52
- 3.2 Agotamiento del modelo sustitutivo de importaciones.
Recesión e inestabilidad monetaria: 1971-1982
56
- 3.3. Financiamiento de la inversión y la formación bruta de capital
58
- 3.4. El desequilibrio estructural del sector externo.
64
- 3.5. Estabilización ortodoxa y contracción del gasto público.
66
- 3.6. El deterioro de las finanzas públicas y la caída de los ingresos públicos. 69
- 3.7. Las finanzas públicas y la deuda pública.
72

Capítulo IV: Política fiscal procíclica en México 1983-2013.

76

- 4.1. Bajo crecimiento económico y estabilidad monetaria.
76
- 4.2. El desequilibrio del sector externo.
81
- 4.3. Política fiscal restrictiva y disciplina presupuestaria.
84
 - 4.3.1. Ingreso público.
85
 - 4.3.2. Gasto público y déficit público.
91
- 4.4. Financiamiento del déficit.
94

Capítulo V: El costo fiscal de la estabilidad monetaria en México

101

- 5.1 El marco teórico de la política basada en metas de inflación.
101
- 5.2 Implementación de la política monetaria de metas de inflación.
El mecanismo de transmisión.
106
- 5.3 Flujos de capitales externos.
114
- 5.4 Expansión del mercado de títulos públicos y deuda pública interna
114
- 5.5 Costo fiscal de la estabilidad monetaria.
133

Conclusiones

138

Bibliografía

INTRODUCCION

Hasta la década de los sesenta, en la mayoría de los países coexistían sistemas monetarios y financieros que se caracterizaban por ser controlados y administrados, y con una internacionalización limitada. Sin embargo, ésta se aceleró con la expansión y consolidación del mercado de los eurodólares, que dio inicio a la primera etapa de expansión del actual proceso de internacionalización del capital financiero.

El mercado de los eurodólares, que surge de manera paralela y externa a los sistemas financieros nacionales, se constituye con el acuerdo de las autoridades financieras británicas, ya que su base fue la plaza de Londres. La conformación de este mercado benefició tanto a esta economía como a todos los gobiernos europeos al disponer de una reserva líquida suplementaria. No obstante ello, los bancos siguieron siendo las instituciones financieras dominantes, a nivel nacional e internacionalmente, pues el mercado de los eurodólares era simplemente un mercado interbancario, donde se realizaban operaciones con montos elevados.

La instrumentación de políticas de desregulación financiera en las demás economías europeas y en los países en desarrollo, inyectaron mayor dinamismo a la expansión de los mercados de obligaciones interconectadas internacionalmente. En ese momento, la formación de mercados de obligaciones respondía a las necesidades de los gobiernos y de los grandes fondos de centralización del ahorro (*mutual funds*). En el primer caso, respondía a la necesidad de financiamiento del déficit presupuestario de los gobiernos de los países industrializados. La consolidación de un mercado de obligaciones abierto a los inversionistas financieros extranjeros permitió el financiamiento del déficit presupuestario por medio de la colocación de los bonos gubernamentales y otros papeles de deuda pública en los mercados financieros.

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

Así los valores públicos conformaron mercados de obligaciones altamente dinámicos, que alentaron la expansión de los mercados financieros internacionales debido a que ofrecen rendimientos estables y líquidos, y que sus mercados secundarios permiten que dichos títulos sean siempre negociables. De esta forma los mercados de títulos públicos se fueron convirtiendo en uno de los segmentos más dinámicos y atractivos de los mercados financieros internacionales, los títulos gubernamentales han registrado un crecimiento extraordinario desde mediados de la década de los ochenta; primero en los países industrializados y posteriormente en las economías en desarrollo. En la actualidad, las operaciones con títulos públicos superan con mucho a la de otros segmentos del mercado financiero, con excepción del mercado cambiario.

El persistente déficit público en los países industrializados durante la década de los setenta, alimentaron la expansión del mercado primario de títulos públicos, lo que a su vez estimuló las operaciones en el mercado secundario de estos títulos, dado el carácter altamente especulativo de las operaciones que ahí se realizan. El atractivo de los títulos públicos es evidente, son los créditos negociables menos riesgosos, ya el Estado es la mejor garantía debido a que no puede quebrar. Además, dichos títulos aumentan la liquidez en los mercados al asegurar un mercado secundario permanente.

La reducción del déficit público en la mayoría de los países como consecuencia de la aplicación de reformas económicas, que tenían como propósito mantener las finanzas públicas equilibradas, la emisión de títulos públicos disminuyó, para convertirse en una estrategia anti-inflacionaria a medida que los flujos de capitales externos fluían en grandes volúmenes hacia los países en desarrollo. Desde mediados de la década de los noventa, el déficit público se ha convertido en una fuente de subsidios a la acumulación de las reservas internacionales vía la colocación de títulos públicos, que se reflejan en los altos niveles de deuda pública interna.

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

La evolución reciente de la deuda pública interna del gobierno mexicano representa un claro ejemplo de esta situación. La instrumentación de una política monetaria restrictiva de altas tasas de interés, como un mecanismo estabilizador ante la afluencia de grandes volúmenes de capitales externos de corto plazo, ha elevado la deuda pública, y en consecuencia el déficit público financiero. En consecuencia, el deterioro actual de las finanzas públicas no tiene como contrapartida el incremento en el gasto e inversión pública, que en antaño estimulaban el crecimiento económico. Por el contrario, el deterioro en las finanzas públicas es un reflejo de las altas tasas de interés; lo que se explica por el hecho de que el monto de los intereses de la deuda pública interna es casi igual al déficit público.

Después de la crisis de la deuda externa de 1982, y como parte de la estrategia para enfrentar la misma, se inicia en México una reforma estructural basada en la concepción neoliberal-monetarista que sostiene que la desregulación y liberalización económica es la condición indispensable para que las economías en desarrollo corrijan los desequilibrios que la intervención del Estado generó en su estructura productiva. En particular, se señalaba que los mecanismos institucionales de regulación y administración del sector financiero (tasas de interés controladas, encaje legal, cajones de crédito) debían ser eliminados.

La tendencia declinante en el crecimiento económico se volvió insuficiente para hacer frente al servicio de la deuda pública interna, ya que las tasas de interés se mantienen en niveles más alto que el crecimiento del producto, del tal forma que el crecimiento del déficit financiero crece más rápido que el PIB., lo que explica el aumento en las razones déficit público/PIB y deuda pública interna/PIB. El círculo vicioso de altas tasas de interés-deuda pública interna-altos montos de intereses-agravamiento del déficit público financiero- recesión económica, es el resultado de las políticas de desregulación y liberalización del sistema financiero mexicano.

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

Por lo que las hipótesis de esta investigación sostiene que a partir del proceso de desregulación financiera y con la adopción del modelo de metas de inflación, la deuda pública interna se ha convertido en el principal instrumento para la captación de reservas internacionales que ha permitido estabilizar el tipo de cambio nominal y así lograr el objetivo inflacionario. En este sentido, el gobierno mexicano coloca valores gubernamentales con fines antiinflacionarios que ha estimulado alta especulación en el mercado internacional de títulos públicos y presión en las finanzas públicas, generando con esto el *triángulo de incompatibilidad*, según el cual no se puede tener simultáneamente estabilidad monetaria, movilidad de capitales y autonomía de la política monetaria. Esto ha provocado que el incremento en la deuda pública interna para la acumulación de reservas, impida el gasto del sector público en detrimento del crecimiento económico.

Por lo que el objetivo general es analizar la relación existente entre los flujos de capitales externos, la deuda pública interna y el déficit público en México, a partir de 1988, para comprender el mecanismo de estabilización monetaria.

Por tal motivo esta investigación se divide en dos partes: en la primera parte los capítulos I y II, hacen una revisión teórica de los principales enfoques del pensamiento económico que hablan sobre el funcionamiento de la política fiscal desde los clásicos hasta el nuevo consenso macroeconómico.

En la segunda parte, en el Capítulo III, se hace un análisis de la política económica implementada en el llamado desarrollo estabilizador y de cuál fue la causa de los buenos resultados en materia económica, en el Capítulo IV, se analiza la política fiscal en el periodo 1988-2013, y las medidas implementadas para contrarrestar los efectos de la crisis financiera y de cuales fueron los principales instrumentos. En el Capítulo V, se analiza el costo fiscal que ha tenido la supuesta estabilidad monetaria y cuales han sido los principales efectos de esta.

PRIMERA PARTE

**LA CONTROVERSIA TEÓRICA SOBRE
LA POLÍTICA FISCAL Y EL CRECIMIENTO
ECONÓMICO**

CAPÍTULO I LA VIEJA DISCUSIÓN TEÓRICA EN TORNO A LA POLÍTICA FISCAL DE LOS CLÁSICOS A LA SINTESIS NEOCLÁSICA

Para los enfoques keynesianos que mantienen el principio de la demanda efectiva como el eje central de sus análisis, la política fiscal tiene la capacidad de moderar los efectos de los ciclos económicos, mediante las variaciones contracíclicas en la demanda agregada. La capacidad anti-cíclica implica una política fiscal activa a lo largo del ciclo económico; es decir, en la etapa recesiva debe aumentar el gasto o disminuir los impuestos o una combinación de ambos, mientras que en la fase de auge se debe disminuir el gasto o elevar los impuestos o una combinación de ambos. Con estas acciones el gobierno debe asegurar el mantenimiento de la ocupación de los factores de la producción, para evitar el desempleo. Los efectos de la política fiscal sobre la demanda agregada y, por lo tanto, sobre el producto y el empleo, no se limitan al corto plazo, ya que es altamente probable que el mayor nivel del producto en el corto plazo incida en la trayectoria del producto de largo plazo.

1. El enfoque clásico y neoclásico. El financiamiento del gasto público y la acumulación de capital.

La escuela neoclásica ortodoxa ha seguido una tradición que es previa a la revolución subjetivista, la cual supone un sistema productivo homogéneo y estático; esto es, sin considerar los cambios históricos en la estructura productiva.

Esta concepción, con más o menos matices, constituyó el marco básico del análisis de los economistas clásicos, desde Adam Smith, David Ricardo, Stuart Mill hasta llegar a Marshall. Siendo este último, quien sentara las bases del enfoque neoclásico-marginalista con sus críticas anti-subjetivistas a la teoría del capital y el interés.

1.1.El enfoque clásico. Las fuentes de financiamiento del gasto público y la acumulación de capital.

En materia de gasto público, destacan las aportaciones de Adam Smith, David Ricardo y John Stuart Mill sobre los efectos que gasto público y la deuda del gobierno sobre la acumulación de capital. No obstante cada uno de ellos difiere sobre los mecanismos a través de los cuales surte Aunque cada uno de ellos difiere sobre los efectos que los dos primeros generaron en el desarrollo económico.

1.1.1 Adam Smith. Gasto y deuda pública. Los efectos de los cambios en el ahorro y consumo sobre la acumulación de capital.

Según Adam Smith, el gasto público financiado con emisión de deuda sería más perjudicial, porque genera un déficit que posteriormente será financiado a través de la recaudación de impuestos. En cambio, el gasto financiado con impuestos, según Smith, provocará menos desajuste debido a que este mecanismo de financiamiento permite mantener el equilibrio presupuestal (Vázquez, 2005). Esta idea de Smith se sostiene en el argumento de que los impuestos establecen un vínculo directo y claro entre la utilización de recursos productivos por parte del gobierno, y la carga que ello representa se distribuye en la sociedad en su conjunto. En general, para Smith, el financiamiento del gasto a través de impuestos, implica que la sociedad sacrificara consumo para hacer frente al pago de impuestos. En cambio, cuando el gasto gubernamental es financiado mediante la emisión de deuda pública, el vínculo directo se rompe; además de que lo que se sacrifica es el ahorro y por lo tanto, la acumulación de capital (Musgrave, 1992).

Esta afirmación de Smith supone que quienes pagan impuestos reciben intereses y que estos dos grupos tienen un comportamiento económico distinto respecto al ahorro y el consumo. Los pagadores de impuestos son personas interesadas en el progreso económico de la nación, en tanto que los receptores de ingresos por concepto de intereses, que son los acreedores del Estado, se caracterizan por su disposición al consumo. De ahí que Smith considera el pago de intereses como transferencias nocivas para la acumulación de capital, porque

además de que no aumentan el ahorro con la elevación del gasto público, sino el consumo se incrementara con el pago de intereses. Esto se debe, según Smith, a que el aumento en el ahorro de los contribuyentes derivado del mayor gasto público, se traduce en un aumento en el consumo de los perceptores de intereses por concepto de inversión en bonos públicos. En este sentido, Smith consideraba al gasto público financiado con impuestos como una herramienta para enfrentar el desempleo (Wray, 2006a).

1.1.2 David Ricardo. La equivalencia Ricardiana: deuda pública e impuestos.

David Ricardo, sin apartarse de la preocupación de Smith por fomentar la acumulación de capital, considera que el gasto del gobierno debe financiarse con la recaudación de impuestos cualquiera que sea la modalidad de éstos. Según Ricardo, este es el mecanismo que menos desequilibrio genera en las finanzas públicas, debido a que los impuestos se recaudan simultáneamente con la ejecución del gasto. No obstante, él acepta que el gasto se financie con emisión de títulos públicos con vencimiento en un futuro determinado; y que en este caso no hay recaudación impositiva inmediata por el monto del gasto público. En consecuencia, el gobierno tendrá que establecer impuestos para el pago de los intereses de la deuda; de tal forma que, en el momento del vencimiento de los títulos se debe contar con ingresos impositivos para pagar el principal. Este mecanismo, según Ricardo, puede provocar problemas tanto en los impuestos como en la reducción del valor presente y futuro del monto de la deuda pública.

El proceso de financiamiento del gasto público, que comprende desde el momento de la emisión de deuda pública hasta el momento en que dicha deuda es pagada, no implica dos modalidades de financiamiento, sino uno sólo, que es el de la recaudación de impuestos. Es decir, el financiamiento del gasto público se inicia con la emisión de deuda pública y se cierra con la recaudación de impuestos. De acuerdo con Ricardo, en el largo plazo la emisión de deuda y la recaudación de impuestos no tienen efectos sobre la acumulación de capital porque ambas son

equivalentes cuantitativamente. Ricardo acepta que en algunas ocasiones esta “equivalencia” no se cumple, debido a que los agentes económicos padecen lo que hoy se denomina “ilusión fiscal”. Al respecto, Ricardo consideraba que el financiamiento del gasto mediante la emisión de deuda, es un mecanismo que fomenta la insensatez en los individuos, pues puede cegarlos respecto a la verdadera situación de la economía (Fernández, 1986). Ello explica que Ricardo, al igual que Smith, estuviera a favor de que el gasto público se financiará con impuestos, ya que, según el razonamiento de ambos, este mecanismo aseguraba finanzas públicas equilibradas. No obstante, ambos reconocían que el financiamiento mediante la emisión de deuda y reducción de impuestos podrían ser equivalentes y en ese sentido, sus efectos se neutralizaban. Esta tesis fue denominada posteriormente, como el Teorema de la Equivalencia Ricardiana (TER), que sostiene que la deuda pública es un aplazamiento del incremento en los impuestos.

Cabe señalar que esta idea de Ricardo se da en el marco de la discusión en Inglaterra sobre la pertinencia de financiar la guerra con emisión de deuda o con una elevación de los impuestos. Al respecto, Ricardo argumentó que no existía la posibilidad de elegir entre ambas vías, porque la emisión de deuda significaría impuestos diferidos hacia el futuro. De ahí que la emisión de deuda pública y la tributación tuvieran efectos equivalentes en el largo plazo (Raymond y Mauleón, 1997). En su argumentación, Ricardo sostiene que, en el largo plazo la emisión de deuda pública implica la recaudación futura de impuestos en un monto igual al importe de los intereses más el principal de la deuda emitida, en el momento de su vencimiento.

En consecuencia, a nivel macroeconómico, de acuerdo con el análisis de Ricardo, no existe diferencia entre el financiamiento del gasto público con impuestos o con emisión de deuda pública. Cabe señalar que Ricardo supone un nivel de gasto público constante o una trayectoria constante, sin embargo, también contempla

situaciones que generan cambios en este. Por ejemplo, considera el caso de una reducción impositiva que es compensada con emisión de bonos (Barro, 1983a).

De acuerdo con el análisis de Ricardo, la validez del TER depende de cuatro supuestos: 1) la tasa a la que se descuentan los flujos futuros es igual a la tasa de interés de la deuda pública; 2) existe altruismo entre las generaciones presentes y futuras; 3) los impuestos no son distorsionantes; y 4) existe certidumbre. En el caso del primer supuesto, si la tasa de descuento es distinta a la tasa que pagan los títulos de la deuda pública, la estrategia que se adopte para financiar el gasto público, impuestos o emisión de deuda, no serán equivalentes en términos de valor presente. Por tanto, la equivalencia no se cumple, ya que los agentes económicos podrían utilizar una tasa de interés diferente a la tasa que pagan los bonos, para descontar los flujos futuros de impuestos. En el segundo supuesto, si bien se supone que los agentes económicos son altruistas con las generaciones futuras, la vida biológica de éstos es finita; por tanto, es muy probable que algunos o muchos contribuyentes tengan un horizonte de vida temporal inferior al plazo en que se recaudarían los impuestos para amortizar la deuda. Entonces, a la reducción impositiva presente los individuos deben descontar los impuestos futuros de los años que vivirán; en consecuencia, el valor presente de los impuestos, después de descontar los impuestos futuros, es menor que la reducción de los impuestos en el presente. Esto implica que las generaciones posteriores deberán pagar la parte restante de los impuestos futuros. Para el grupo de contribuyentes que planean su consumo y ahorro a partir de un horizonte temporal menor al plazo completo del equilibrio fiscal, el estímulo fiscal será efectivo si su consumo se eleva. El tercer supuesto significa que los incentivos para producir, consumir y ahorrar no se modifican, es esencial para el cumplimiento del TER. Si los impuestos son distorsionantes, un cambio temporal en el cobro de los impuestos, aun manteniéndose la igualdad en términos del valor presente, podría generar cambios en la demanda agregada y por lo tanto, en el nivel del producto; provocando con ello que la equivalencia entre las modalidades de financiamiento del gasto público con impuestos o emisión de deuda, no se cumpla. Por último, el supuesto de la existencia de certidumbre sobre el desarrollo futuro de los procesos económicos,

implica que los individuos tienen una visión de largo plazo e información completa; es decir, sus previsiones son perfectas. En otras palabras el individuo representativo o promedio, toma decisiones económicas correctas porque actúa con una visión de largo plazo.

Recapitulando, para los clásicos en general y para Ricardo en particular, el problema del gasto público no se reduce al análisis de las opciones de financiamiento, esto es, mediante la emisión de deuda pública o recaudación de impuestos, sino a los efectos de éstas sobre la acumulación de capital.

1.1.3 John Stuart Mill. Acumulación de capital, deuda pública y tasa de interés.

John Stuart Mill, uno de los últimos economistas clásicos, siguiendo la tradición y preocupación de la escuela clásica por fomentar la acumulación de capital, centró su análisis en los efectos negativos que genera el financiamiento del gasto público mediante deuda pública, como alternativa al financiamiento por la vía de los impuestos. Según Mill, los impuestos se pagan principalmente mediante un esfuerzo adicional de ahorro, mientras que la deuda pública socava los fondos destinados a la acumulación y por lo tanto, en el largo plazo empobrece al país.

A pesar de este argumento, Stuart Mill acepta que existen circunstancias en las cuales el endeudamiento público no tiene efectos nocivos sobre la inversión productiva. Una de esas situaciones se presenta cuando los capitalistas descargan sobre los trabajadores las consecuencias económicas del endeudamiento gubernamental, porque de acuerdo con Mill, el daño que provoca el endeudamiento del gobierno en la acumulación de capital de un país, es compensado por privaciones y disminución en la calidad de vida de la clase trabajadora.

Para Stuart Mill, las variaciones en la tasa de interés es un indicador del impacto del endeudamiento sobre la acumulación del capital nacional. Si la colocación de deuda del gobierno eleva la tasa de interés, la demanda de fondos

públicos para financiar su inversión estará compitiendo con la demanda de fondos para financiar la inversión privada. Por el contrario, si la colocación de títulos de deuda pública no incrementa la tasa de interés, la acumulación de capital nacional se fortalecerá (Blaug, 1985). De acuerdo con este razonamiento y dada la abundancia del capital a finales del siglo XIX en los países ricos, Stuart Mill rechazaba el ejercicio de gasto público, por considerar que este competía con la formación de capital privado. Al respecto, se supone que la emisión de bonos públicos eleva la tasa de interés y reduce los recursos disponibles para el sector privado.

Respecto a la recomendación de Ricardo sobre la aplicación de impuestos al capital para pagar la deuda pública, Mill considera que los superávits presupuestarios debían aplicarse a la redención de los impuestos y no al pago de la deuda pública. En general, para Mill todos los impuestos son objetables en principio (Blaug 1985). A diferencia de Ricardo, Mill rechaza la teoría de la tributación basada en el principio del “beneficio”, por considerar que se trata de un sacrificio del consumo de los individuos que perciben ingresos de subsistencia. Al respecto, sostiene que la teoría de la tributación basada en el principio del beneficio, supone un impuesto progresivo al ingreso que afecta principalmente a los ingresos de subsistencia, debido a que éstos tienen una utilidad marginal decreciente. Por otro lado, respecto al impuesto específico o *ad valorem*, afirma que éste eleva el precio de un bien al menos por el monto del impuesto, pero en general, lo eleva en un monto mayor a dicho incremento.

1.2. El Enfoque Neoclásico Marginalista. Bienestar social, impuestos y subsidios.

Como se mencionó, el análisis de la escuela clásica puso énfasis en la acumulación de capital y en el crecimiento económico, en el contexto de una economía de empresa privada. Se defendió la libre competencia porque se suponía que el mercado asignaba eficientemente los factores productivos y estimulaba la división del trabajo; lo que a su vez elevaba el bienestar económico de la población.

Esta concepción armónica del proceso económico, sustentada en los supuestos de competencia perfecta y equilibrio general, condujo a los economistas clásicos a rechazar la intervención del Estado en la economía y por lo tanto, oponerse al ejercicio del gasto público con fines expansivos.

Hacia 1870, en el marco analítico clásico se incorpora el principio de la utilidad marginal decreciente, tesis fundamenta del nuevo enfoque microeconómico estático. Para este nuevo paradigma teórico, conocido como la escuela marginalista, el problema de la ciencia económica se centra en la creación de las condiciones bajo las cuales la distribución de los factores productivos conduce a resultados óptimos, en el sentido de la maximización de la producción y la satisfacción de los consumidores. Bajo este principio, la economía se convertía en la ciencia que estudia la relación entre la satisfacción de necesidades infinitas y medios de producción escasos. En efecto, la teoría clásica del desarrollo económico fue sustituida por el principio del equilibrio general, en un marco analítico estático.

Según Jevons, el problema de la ciencia economía era encontrar la forma en que el trabajo maximiza la producción, dada cierta población con diversas necesidades y capacidades productivas y determinados medios de producción. La importancia de la eficiente asignación de medios de producción dados, para maximizar la producción y la satisfacción del consumidor, es más marcada en las escuelas de Lausana y Austriaca que en la escuela Inglesa encabezada por Alfred Marshall. Este economista conservó la conexión con la escuela clásica, a través de la adopción de la tesis de J. S. Mill, que sostuvo que el bienestar económico depende de la acumulación de capital, el crecimiento de la población y la eficiente asignación de los recursos. Asimismo, Marshall mantuvo la teoría clásica del valor basada en el costo real. Con respecto a la escuela marginalista, Marshall se mantuvo alejado de las abstracciones radicales del equilibrio general, las condiciones estacionarias y la competencia perfecta. Él se interesa más por el análisis sectorial, haciendo énfasis en los ajustes a largo plazo de las industrias que

se desarrollan en condiciones más o menos competitivas. No obstante, sus análisis de largo plazo son estáticos, hecho que él mismo reconoció.

Al igual que la escuela clásica, los neoclásicos marginalistas conciben la riqueza como la suma de los valores monetarios y el bienestar económico en términos de los bienes físicos; se suponía que este último, era aproximadamente proporcional al volumen de la producción. Asimismo, se sostiene que en un sistema sin interferencias del gobierno, el libre mercado permite maximizar el bienestar de la sociedad; esta afirmación implica la aceptación de la tesis smithiana de la “satisfacción máxima”. Al respecto, el enfoque marginalista admitía dos excepciones: la primera es teórica y se refiere a una hipotética acción gubernamental, para redistribuir el ingreso con el propósito de aumentar la satisfacción total; la segunda está relacionada con la intervención del gobierno, mediante impuestos y subsidios para maximizar la utilidad social, considerando que existen segmentos de costos crecientes y decrecientes a lo largo de la curva de costos.

Marshall se mantuvo cauteloso en aceptar la aplicación de estos principios, porque consideraba que un impuesto que grava un bien cuyos costos son constantes o crecientes, traerá como consecuencia una pérdida en el excedente de los consumidores superior al monto de la recaudación; y a la inversa, un subsidio para un bien excedería el excedente de los consumidores (Blaug, 1985). No obstante, Marshall estaba de acuerdo con elevar los salarios, ya que al igual que Smith, consideraba que los incrementos en los salarios elevan la productividad de los trabajadores.

A partir del concepto de excedente del consumidor¹, Marshall llega a la conclusión de que para empresas con costos constantes, los impuestos y subsidios

¹ De acuerdo con Marshall, el excedente del consumidor es la diferencia entre lo que realmente paga el consumidor y lo que estaría dispuestos a pagar. Como Marshall suponía que el efecto ingreso, debido a pequeños cambios en la cantidad de dinero, era despreciable no alcanzó a distinguir el efecto sustitución. Además de que en esa época no se contaba con herramientas teóricas para ello.

son indeseables. En cambio, para una empresa con costos decrecientes o crecientes, la aplicación de impuestos o subsidios, respectivamente, contribuyen en cada caso, a elevar el bienestar de la sociedad. Del análisis de Marshall sobre los efectos que generan los impuestos o subsidios, según el tipo de costos de las empresas, sobre el bienestar social, Bernoulli desprende la hipótesis del impuesto progresivo al ingreso. Dicha hipótesis supone que todos los individuos reciben el mismo ingreso y por lo tanto, tienen la misma capacidad para satisfacer sus necesidades. De aquí Bernoulli deduce que el impuesto progresivo al ingreso debe aplicarse a todos los contribuyentes, si se quiere distribuir la carga tributaria. Este autor sostenía que dicho impuesto implica un sacrificio igual para toda la sociedad, porque estaba en función del ingreso percibido. Es decir, el impuesto progresivo iguala el sacrificio absoluto porque la carga tributaria se distribuye de tal forma, que cada individuo paga la misma cantidad de utilidad total del ingreso. Por lo tanto, los ricos pagarán más y los pobres menos (Blaug, 1985). En este sentido, la hipótesis de Bernoulli supone que un incremento en el ingreso elevará la utilidad total en la misma magnitud, cualquiera que sea el incremento en el ingreso, pues de acuerdo al principio de sacrificio absoluto, el impuesto progresivo es proporcional.

1.3. El modelo de Keynes. La efectividad de la política fiscal y el carácter anti-cíclico del gasto público

Antes de que Keynes abordara el estudio de la política fiscal, como una herramienta importante de la política económica para enfrentar el problema del desempleo, Knapp (1943) reparó en esta problemática cuando analiza la relación que guarda la emisión de dinero fiduciario y el pago de impuestos. De acuerdo con esta visión, que se le ha denominado chartalismo, la emisión de dinero y la recaudación de impuestos amplían el margen de acción del gobierno para diseñar la política económica e intervenir en la conducción de la economía (Wray, 2006a).

Según este marco analítico, mediante la emisión de dinero el Estado obliga a los agentes económicos a pagar los impuestos en las oficinas gubernamentales, con dinero emitido por gobierno. En el momento en que se materializa el impuesto,

es decir, cuando se paga, el Estado puede influir en el valor de la moneda, mediante el establecimiento de las condiciones en las cuales la población puede obtener dinero; por ejemplo, la fijación de la tasa de interés. En el caso de los impuestos, el gobierno no necesita el dinero del público para gastarlo, sino es el público quien necesita el dinero del gobierno para pagar impuestos. Esto significa que el gobierno puede comprar con su moneda lo que esté a la venta, a través de la emisión de dinero (Wray, 2006a). En el caso de que los individuos retengan dinero, es decir, que lo atesoren, el gobierno debe gastar más, esto es, expandir su gasto, por encima de sus ingresos por concepto de impuestos; ello dará origen a un déficit público. En una situación como esta, el gobierno debe emitir bonos para crear alternativas de inversión que devenguen rendimientos, con el propósito de desestimular la retención de dinero que no genera rendimientos, como el atesoramiento. La emisión de bonos gubernamentales para financiar el déficit, no implica un endeudamiento del gobierno, porque, según el enfoque chartalista, la emisión de bonos públicos genera beneficio a los individuos; en cambio, la retención de dinero del gobierno por parte de los individuos, no genera rendimientos (Wray, 2006).

Para los chartalistas, el dinero no es creado por las leyes de moneda de curso legal (Wray, 2006a), sino cuando el Estado decide aceptar pagos de impuestos en sus oficinas estatales y federales. Según Knapp (1943), la emisión de dinero y el pago de impuestos son importantes porque el Estado y todas las instituciones gubernamentales ejercen funciones de recaudadores y realizadores de pagos. Esta visión condujo a los chartalistas a plantear objetivos para las políticas fiscal y monetaria distintos a los asignados por los enfoques ortodoxos convencionales. En el caso de la política fiscal, proponen que en lugar de fijarse como objetivo prioritario un presupuesto equilibrado, debe aceptarse la existencia del déficit como una norma. En cuanto a la política monetaria, se sostiene que no debe establecerse como objetivo prioritario la estabilización de precios, sino el control de los flujos de capitales externos, lo que supone implementar mecanismos de control que le

permitan a la autoridad monetaria establecer una tasa de interés que estimule la inversión y el crecimiento económico.

Bajo el marco analítico chartalista, la política fiscal activa es una herramienta que permite alcanzar la estabilidad monetaria, porque el gasto público reduce la brecha entre la demanda y la oferta agregadas (Wray, 2006b). Si se quiere evitar la caída de la demanda agregada y por lo tanto, el desempleo y la desocupación de los otros factores productivos, los déficit fiscales son necesarios. Pero, para el enfoque chartalista, ello implica un manejo responsable de la expansión del gasto público, en el sentido de que permita mantener el déficit público en niveles manejables. De la misma forma, la política monetaria debe asegurar el mantenimiento de una tasa de interés que estimule la inversión productiva y por lo tanto, el crecimiento económico. Ello conducirá, necesariamente a la estabilidad de la moneda; es decir, sólo el crecimiento económico puede conducir a la estabilidad de los precios (Vernengo, 2004).

Para entender la visión de Keynes sobre la importancia del gasto público y en consecuencia, el papel y la naturaleza de la política fiscal, es necesario partir de la concepción y el desarrollo analítico del principio de la demanda efectiva. Al respecto, recordemos que en la *Teoría General* Keynes enfatiza los cambios en la propensión a consumir cuando analiza el ciclo económico, porque él sostiene que las variaciones en la propensión a consumir influyen en la eficacia marginal del capital. El mecanismo es el siguiente: los cambios en el consumo inducen variaciones en la demanda efectiva, éstos a su vez provocan cambios en la eficacia marginal de capital, porque las variaciones en la demanda efectiva provocan fluctuaciones en el nivel de inversión y por lo tanto, en el nivel de producto y empleo (Andjel, 1988). En consecuencia, la demanda efectiva determina el nivel del producto.

A partir de este razonamiento, Keynes plantea la necesidad de socializar la inversión, en el sentido de elevar el presupuesto público tanto en gasto corriente como en gasto de capital o inversión pública. En el primer caso, lo relacionaba con

el gasto del gobierno en sus funciones administrativas y sociales; respecto a éste último señalaba concretamente a las transferencias y subsidios, por considerar que ambas elevaban la demanda efectiva. En cuanto al gasto en capital, en particular la inversión en obra pública, lo consideraba relevante por sus efectos anti-cíclicos (Vernengo, 2004). De acuerdo con esta concepción, Keynes consideraba que en un ambiente desfavorable a las expectativas de la inversión privada, solamente la expansión de la inversión pública, los subsidios y transferencias ayudarían a estabilizar el ciclo. Para ello, era necesario instrumentar políticas económicas que combinen medidas tributarias flexibles con un incremento de la inversión en obra pública, si se quiere evitar la recesión y el deterioro de los ingresos públicos. Además, la combinación de dichas políticas permitirá mantener el déficit público en niveles manejables (Vernengo, 2003).

En cuanto a la función de la deuda del gobierno como mecanismo para financiar el déficit público, Keynes sostenía que si ésta era utilizada de manera adecuada y responsable, representaba un mecanismo importante para elevar el nivel del producto. Al respecto, Keynes consideraba que en el caso de que el gobierno recurriera a la emisión de deuda para financiar su inversión, ésta debía elevar la actividad económica a una tasa de crecimiento que permitiera generar ingresos tributarios suficientes, para cubrir el servicio de la deuda contratada, es decir, el pago del capital y los intereses hasta el momento de su vencimiento. (Vernengo, 2003). Asimismo, Keynes proponía que la tasa de interés se mantuviera en un nivel bajo, para mejorar las expectativas de la inversión privada y en consecuencia, se elevará el nivel de ésta y con ello, el empleo. Asegurando de esta forma, el pago de la deuda pública y un nivel estable de la misma; además de crear las condiciones para mantener un nivel estable en la inversión pública (Keynes, 1977). Cabe señalar que esta posición de Keynes coincide con la argumentación de Abba Lerner (1943) sobre las finanzas públicas funcionales y el teorema de la sustentabilidad de la deuda pública planteado por Domar (1944).

Dados los efectos negativos que una tasa de interés alta provoca en la inversión privada, Keynes afirmaba que el banco central debía fijar la tasa de interés independientemente de cualquier presión internacional. Al respecto, él afirmaba que los movimientos del capital generaban especulación; de ahí la necesidad de regularlos mediante restricciones y controles, para evitar sus efectos negativos sobre la inversión productiva. En este sentido, Keynes comentó durante los trabajos preparatorios y las negociaciones previas a la conferencia de Bretton Woods, que el control de los tipos de interés en el país (Inglaterra) era imposible si los movimientos del capital fuera del país estaban sin restricción (Aschauer, 1985).

Estas ideas fueron recuperadas por Keynes en la *Teoría General*, cuando afirma que la política fiscal es una herramienta importante para resolver los problemas del ciclo económico y por lo tanto, el desempleo y la inflación. Para Keynes, un incremento en el gasto público deficitario, en particular una expansión de la inversión en obras públicas, puede inducir variaciones en la demanda agregada hasta el nivel de la capacidad productiva existente en el corto plazo. Es decir, el gasto público y por lo tanto, el déficit presupuestal, son componentes anticíclicos, porque en los períodos de recesión debe elevarse el gasto público y disminuir los ingresos públicos para contener la caída de la demanda efectiva y, evitar así el desempleo. Esta fue la visión de Keynes cuando se pronunciaba a favor del déficit público (Vernengo, 2003).

En el modelo de Keynes, la inversión pública es importante porque en el corto plazo un incremento en ésta distribuye la demanda de bienes de consumo, sin aumentar la oferta de bienes de producción. En tiempos de depresión o desequilibrios en la economía, la obra pública tiene como objetivo aumentar el empleo en la economía en su conjunto, incluyendo el empleo en el sector privado (Keynes, 1977). De esta forma, la disminución en la inversión privada como consecuencia del deterioro en las expectativas de los empresarios, es compensada por el incremento en el gasto público. Neutralizando con ello, los efectos negativos sobre la actividad económica y el empleo. Por su parte, los aumentos en la inversión

privada resultado del incremento en el consumo, tienden a estimular la generación de empleo e ingreso, inducidos por el incremento de la inversión pública. A partir de este razonamiento, Keynes recomienda investigar los posibles efectos del gasto público sobre la inversión privada, ya sea por variaciones en la tasa de interés, en la eficiencia marginal de capital o de ambas.

En la crítica que Keynes hace a la Escuela Austriaca, sostiene que el incremento en el ahorro voluntario no garantiza una elevación de la inversión privada; y por el contrario, sí es muy probable que la inversión se eleve sin que exista un ahorro previo. Al respecto, Keynes argumenta que si se admite que los agentes que ahorran e invierten no son los mismos y que existen desajustes entre sus decisiones que impiden que el ahorro se iguale a la inversión, entonces, debe aceptarse que dicho desajuste pueda presentarse tanto por el lado del ahorro voluntario (más ahorro voluntario sin inversión), como por el lado de la inversión (más inversión sin ahorro previo). El primer caso se origina porque un incremento en el ahorro voluntario provoca una disminución en la demanda de dinero; lo que a su vez conduce a una modificación en la estructura de precios relativos. Ello genera un efecto inhibitor de los procesos de inversión, con el consiguiente aumento del poder adquisitivo del dinero (Keynes, 1977). El segundo caso se deriva de una estructura productiva artificial inducida por una expansión crediticia insostenible en el mediano plazo, debido a que los agentes económicos no están dispuestos a elevar su ahorro para sostener la expansión del crédito. Una situación como esta, conduce finalmente a la recesión y a la crisis. En este punto, Keynes sostiene que ésta podría evitarse, si el crédito bancario a la inversión productiva se eleva; porque el empleo, el ingreso y la demanda efectiva de elevarán.

En la *Teoría General*, Keynes sostiene que a nivel macroeconómico el ahorro y la inversión siempre son iguales; pero, al mismo tiempo reconoce que el ritmo de la inversión es superior al de ahorro. Esta afirmación le impidió ubicar analíticamente el efecto de una nueva inversión financiada con créditos, sobre la estructura productiva, por lo que no explicó los efectos sobre el nivel de ahorro, en el caso

hipotético de un aumento en la renta real, inducido por la expansión de la inversión financiada con crédito bancario. Concretamente, no explicó si se eleva o no el ahorro y, en el caso de que se elevará, si ello permitiría sostener de manera permanente nuevas inversiones, de aquéllas empresas que inicialmente expandieron su nivel de inversión con financiamiento bancario. Interrogante que posteriormente fue analizada por Minsky.

1.4. El enfoque keynesiano de la Síntesis Neoclásica. El *mix* de políticas fiscal y monetaria y el equilibrio macroeconómico.

El denominado keynesianismo de la síntesis neoclásica, se construye a partir de la subordinación de las principales tesis de Keynes sobre los determinantes del ahorro y de la demanda de dinero a los principios neoclásicos. En su artículo “Mr. Keynes and the ‘Classics’: A Suggested Interpretation”, Hicks introduce el modelo IS-LM, para modelar la interacción del mercado de bienes (IS) y el mercado de dinero (LM). Dicho modelo se convirtió en el principal recurso analítico del enfoque teórico de la Síntesis Neoclásica, que se suponía representaba en nuevo consenso keynesiano de los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial.

El modelo IS-LM es una adaptación forzada de las principales tesis de Keynes al modelo neoclásico. Concretamente, se distorsionan sus argumentos que afirman la existencia de desempleo y en consecuencia, se relativizan sus críticas a la teoría del equilibrio general de la escuela marginalista. Bajo dicho modelo, la Síntesis Neoclásica explica el desequilibrio como un caso particular del equilibrio; es decir, en el modelo de Hicks y Hansen, la *Teoría General* de Keynes pasa a ser un caso particular de la teoría neoclásica del equilibrio. La inclusión en el modelo IS-LM del desempleo involuntario planteado por Keynes, se sustentó en los supuestos que asumen la existencia de ilusión monetaria, salarios rígidos a la baja, trampa de la liquidez y elasticidad inelástica de la inversión respecto de la tasa de interés.

Bajo este marco analítico sólo existe desempleo involuntario en dos casos. En el primero, suponiendo precios y salarios flexibles, habrá desempleo involuntario

porque se presenta la trampa de la liquidez; esto es, porque la demanda de dinero es infinitamente elástica respecto a la tasa de interés. En el segundo caso, suponiendo que los salarios monetarios son rígidos a la baja, el mercado de trabajo operará con exceso de oferta porque existen trabajadores que buscan empleo y no lo encuentran (Modigliani, 1966). Sin embargo, el primer caso fue invalidado por Patinkin (1972), con el argumento de que la producción tiende a su nivel de pleno empleo aun suponiendo precios y salarios flexibles. Para demostrar esta tesis, Patinkin incorporó al modelo IS-LM el efecto riqueza sobre el gasto y la demanda de dinero; según él, con ello demuestra que aún en presencia de la trampa de la liquidez, la economía de mercado tendía automáticamente al pleno empleo. En consecuencia, según Patinkin, la existencia de desempleo involuntario es insostenible y por lo tanto, es innecesaria la intervención del Estado.

En general, en el modelo de la IS-LM se alcanza el equilibrio en el largo plazo, mediante la determinación simultánea de la tasa de interés y el ingreso monetario correspondientes al pleno empleo de los factores productivos (Hicks, 1976); en todo caso, el equilibrio con desempleo es sólo un caso particular del equilibrio general. En este modelo, la demanda agregada determina el nivel de producción y de empleo; el consumo depende positivamente del nivel de ingreso; el gasto del gobierno es exógeno; y el nivel de la inversión mantiene una relación inversa con la tasa de interés. De ahí que la eficacia de las políticas fiscal y monetaria dependerá del multiplicador del gasto y de las variaciones de la oferta monetaria por parte del Banco Central (Hicks, 1979).

Bajo este marco, la curva IS muestra la combinación de tasas de interés e ingreso asociadas al equilibrio en el mercado de bienes; suponiendo que el ahorro e inversión se igualan en cada una de esas combinaciones y que la inversión y la tasa de interés mantienen una relación inversa. Entonces, la curva IS tendrá pendiente negativa cuya inclinación dependerá de la elasticidad entre estas dos variables. De acuerdo con este razonamiento, una política fiscal expansiva desplazará la curva IS a la derecha, provocando un nivel de ingreso mayor. Por su

parte, el equilibrio en el mercado de dinero ocurrirá cuando la demanda de dinero se iguale a su oferta; siendo esta última determinada exógenamente por el Banco Central. En el caso de existir equilibrio con desempleo, una política monetaria expansiva permitirá que la curva LM se desplace a la derecha; provocando que el nivel de ingreso se eleve y la tasa de interés disminuya. La efectividad de la política monetaria dependerá de la relación entre la oferta monetaria y la tasa de interés y de la reacción de la inversión ante la reducción de la tasa de interés. La política monetaria será más efectiva si la tasa de interés es inelástica respecto a la demanda de dinero y si la inversión es elástica respecto a la tasa de interés.

Los teóricos de la Síntesis aceptan que tanto la política monetaria como la política fiscal son más efectivas en condiciones normales; pero en presencia de desequilibrios estructurales, las políticas monetarias flexibles deben acompañarse de políticas fiscales (Hicks, 1979). A pesar de lo atractivo, didáctico y la capacidad explicativa del modelo IS-LM, debe reconocerse que este modelo es estático, pues no considera el factor tiempo en su análisis. De ahí que lógica del esquema IS-LM no permita afirmar que cuando existen ajustes fiscales significativos se generan efectos keynesianos de signo negativo, pues se supone que la disminución del nivel del producto es consecuencia de la contracción de la demanda agregada, provocada ésta última por la reducción del gasto público, que puede ser contrarrestada mediante la aplicación de medidas monetarias flexibles, tendientes a compensar la disminución del gasto público. Al respecto, recordemos que Keynes contempló la existencia de equilibrio con desempleo aun cuando la demanda de dinero fuera perfectamente elástica respecto a la tasa de interés (trampa de la liquidez). En tal situación, un incremento en el gasto público elevará la actividad económica y en consecuencia, el nivel de ingreso provocará que la curva IS se desplace a la derecha. Si la oferta monetaria se mantiene fija, la tasa de interés se eleva porque la demanda de dinero por motivo transacciones se incrementa (Minsky, 1982); ello provocará una contracción de la inversión. En consecuencia, la política fiscal será de mayor utilidad cuanto más elástica sea la demanda de dinero con respecto a la tasa de interés, y cuando la inversión sea menos elástica con

respecto a la tasa de interés. En el caso clásico, cuando la curva LM es vertical, la política fiscal será totalmente ineficiente.

De acuerdo con Minsky (1982), el enfoque de la Síntesis Neoclásica relega los efectos positivos de una expansión del gasto público deficitario, porque interpreta de manera incorrecta la relación entre deuda pública (emisión de valores gubernamentales) e ingresos públicos. Las políticas fiscales activas generalmente, se sustentan en déficit presupuestales, es decir, la expansión del gasto público deficitario es financiada con emisión de bonos del gobierno (deuda pública). No obstante, el déficit será saldado con el superávit presupuestal generado por la expansión de la actividad económica, inducida por la expansión del gasto público deficitario (Minsky 1982). Es decir, en el mediano y largo plazos el déficit público será anulado con el incremento en los ingresos públicos, resultado del incremento en el nivel de producto y empleo. Si en el modelo IS-LM se incorpora correctamente el efecto riqueza que genera un incremento del déficit público, es posible distinguir los efectos positivos de éste sobre el ingreso doméstico en general y en los ingresos públicos, en particular (Minsky, 1982).

Siguiendo el análisis de Minsky, si el gobierno instrumenta una política fiscal restrictiva para reducir el déficit; por ejemplo, elevando los impuestos, el consumo disminuye debido a que el ingreso disponible se reduce y por lo tanto, también la demanda agregada. El nivel de producción de equilibrio será menor, como resultado de la caída en el nivel de producción de equilibrio. La reducción de la demanda agregada inducida la reducción del gasto público, provocará los mismos efectos que una elevación de los impuestos. En ambos casos, los ingresos públicos disminuyen, debido a que la caída de la demanda agregada provoca una caída de la inversión y en consecuencia, del nivel del producto y el empleo. Estos efectos negativos de las políticas fiscales restrictivas reproducen el deterioro de las finanzas públicas, ya que la contracción de los ingresos tributarios obliga a reducir el gasto público. En cambio, una política fiscal expansiva, ya sea mediante una reducción de los impuestos o un aumento en el gasto público deficitario, generará un aumento en la

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

actividad económica, estimulado por la expansión de la demanda agregada, elevándose el ingreso doméstico y los ingresos públicos (Minsky, 1982).

Ante las críticas que recibió el modelo IS-LM, Hansen agregó al modelo las ecuaciones de oferta y demanda de mano de obra, para medir los efectos de las variaciones del gasto público sobre dichas ecuaciones. En el modelo ampliado, la oferta de mano de obra se vuelve perfectamente elástica a determinado nivel del salario, como resultado de la acción de los sindicatos o por la presencia de la ilusión monetaria; ello implica que los trabajadores no están dispuestos a contratarse a salarios nominales menores a los aumentos en los precios. Para enfrentar esta situación, según Hansen, es necesario bajar los salarios reales para reducir el desempleo; pero ello sólo se puede lograr mediante el incremento en los precios, lo que a su vez provocará un aumento de la tasa de interés y; una contracción en el nivel de inversión. En consecuencia, en el modelo IS-LM no es posible alcanzar el pleno empleo a pesar de existir equilibrio con desempleo (Blaug, 1985).

CAPITULO II

LA NUEVA DISCUSIÓN TEÓRICA SOBRE LA POLÍTICA FISCAL: DE LOS MONETARISTAS A LOS POSKEYNESIANOS

En 1948, Friedman señalaba que hasta los primeros años del siglo XX los problemas económicos eran de naturaleza tan simple, que los economistas se concentraron en el estudio de la asignación de los recursos, dejando de lado el análisis del desarrollo económico. De ahí que le concedieran poca importancia a las fluctuaciones cíclicas de corto plazo; pero, a partir de la Gran Depresión de los años treinta este énfasis se invirtió. En la década de los años cincuenta, los economistas se concentraron en el análisis de los movimientos cíclicos y en el diseño de medidas para estabilizar el ciclo económico en el largo plazo, desde la perspectiva del desarrollo económico (Lucas, 1983).

2.1. Los monetaristas y la influencia de la política fiscal en el largo plazo.

Según Friedman (1948), las propuestas que en esa época se hicieron para controlar el ciclo económico, dejaron de lado el estudio de las estructuras económicas que generaban las fluctuaciones cíclicas. Ello impidió diseñar una estrategia económica que combinara políticas fiscales y monetarias tendientes a estabilizar el ciclo económico y que al mismo tiempo elevara el crecimiento económico. Esta estrategia suponía financiar el déficit presupuestal mediante la creación de dinero, que según Friedman, no provocaría desequilibrios porque se consideraba que el crecimiento financiado con dicho déficit generaría superávit, es decir, *ex-post*. En este sentido, el superávit generado por el crecimiento destruiría el déficit generado previamente, para financiar dicho crecimiento. Siguiendo este razonamiento, Friedman propuso en esa época, un *mix* de políticas fiscal y monetaria que combinara expansión del gasto público con emisión monetaria, para inducir efectos anti-cíclicos (Friedman, 1949).

De acuerdo con esta propuesta, Friedman recomienda que el déficit presupuestal esté determinado por la demanda de la población, cuidando que las tasas fiscales equilibren el presupuesto con el pleno empleo. Esto último es posible, debido a que se supone que el déficit presupuestal elevará el nivel de producto y del empleo, lo que a su vez incrementará los ingresos fiscales en un monto suficiente para equilibrar las finanzas públicas. Para lograr el efecto anti-cíclico que conduzca a la economía al pleno empleo, según Friedman, deben cumplirse dos condiciones: 1) que el gasto deficitario sea anti-cíclico y los impuestos pro-cíclicos y; 2) que las variaciones en el déficit presupuestal (desequilibrio presupuestal) sean de la misma magnitud que los gastos en inversión pública.

La concepción de Friedman sobre la naturaleza anti-cíclica de la política fiscal, cambió radicalmente en la década de los setenta. En su trabajo presentado en el Fondo Monetario Internacional (FMI) en 1979, afirma que el presupuesto no tiene efectos importantes sobre el ingreso nominal ni en la deflación o en las fluctuaciones cíclicas (Friedman, 1979). Con esta afirmación, Friedman niega sus argumentos planteados en el trabajo de 1948 al que hemos hecho referencia, *“A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability”* y pone en entredicho la tesis keynesiana de la Síntesis Neoclásica que sostiene que la política fiscal es capaz de elevar la demanda agregada y por lo tanto, el nivel de producto y del empleo.

En el esquema de la IS-LM la combinación de una política fiscal expansiva, ya sea mediante la reducción de los impuestos o un aumento en el gasto, con un incremento de la oferta monetaria tenía un efecto contra-cíclico. De la misma forma, la política fiscal expansiva financiada mediante un incremento en la oferta monetaria, desplazará hacia arriba y hacia abajo las curvas IS y LM, respectivamente. Si bien los monetaristas no niegan que esta combinación de políticas pueden ser eficaces, sostienen que sus efectos se derivan fundamentalmente de cambios en la oferta monetaria, que afectan en el mediano y largo plazos en el nivel del ahorro privado. Al respecto, sostienen que un aumento

en el gasto público deficitario o una reducción de las tasas impositivas, debido a que, por lo general son financiados a través de la colocación de bonos públicos y provocan cambios en el presupuesto público que a su vez inducen variaciones en la masa monetaria, que finalmente contraen el ahorro privado.

Para reforzar este argumento, los monetaristas rechazan la tesis de la estabilidad relativa del multiplicador del gasto público, componente fundamental del modelo macroeconómico de la Síntesis Neoclásica. Según Friedman, la velocidad del dinero es relativamente estable en el transcurso del tiempo, debido a que la demanda de dinero es estable y las variaciones en la oferta monetaria son resultado de las acciones y decisiones del Banco Central. Además, como la autoridad monetaria busca mantener la estabilidad en el nivel de precios, sus decisiones evitarán cambios bruscos en la oferta monetaria. Para los keynesianos de la Síntesis Neoclásica, la velocidad del dinero también es estable, pero no por las razones que aducen los monetaristas, sino porque la demanda de dinero está determinada por el ingreso, y el nivel de éste depende de las variaciones en la inversión. Por el contrario, para los monetaristas las variaciones en el ingreso nominal están determinadas por los cambios en la oferta de dinero, y son el resultado de las acciones de política monetaria. Entonces, la actividad económica puede ser inducida por la autoridad monetaria, a través de la relación directa que existe entre la oferta monetaria y el ingreso nominal. Si esta relación asegura el pleno empleo, política fiscal expansiva, como la expansión del gasto público deficitario, provocará desequilibrios macroeconómicos, como alta inflación, déficit externo y desempleo.

La política monetaria es efectiva, porque mediante variaciones en la oferta monetaria se pueden inducir cambios en el ingreso nominal. Como un ejemplo de su efectividad, los monetaristas argumentan que cuando el crédito disminuye o se presenta una desaceleración económica, la instrumentación de acciones monetarias restrictivas, como la disminución de la tasa crecimiento de la oferta monetaria, dominan sobre un impulso fiscal expansivo. Ello se debe, según los

monetaristas, a que los cambios en la masa de dinero generan efectos directos sobre la actividad económica, en comparación con los efectos retardados de las medidas fiscales.

En conclusión, hasta finales de la década de los años setenta, los monetaristas tradicionales, sostenían que mediante la manipulación de los agregados monetarios, los Bancos Centrales podían inducir cambios en la demanda agregada. Según los keynesianos de la Síntesis Neoclásica, ese efecto sólo se podía alcanzar a través de acciones de política fiscal expansiva.

2.2. La Nueva Escuela Clásica y la reinterpretación del Teorema de la Equivalencia Ricardiana

El optimismo por el uso activo de la política fiscal recayó ante el surgimiento de la teoría de las expectativas racionales, que cuestionaba la falta de fundamentos microeconómicos de la teoría keynesiana tradicional. El Nuevo Enfoque Clásico (NEC) revivió la vieja tesis clásica, que sostenía que la política fiscal expansiva era incapaz de inducir el crecimiento económico. A esta tesis ortodoxa, ahora se sumaba la tesis de las expectativas racionales; es decir, que los agentes económicos añaden en sus decisiones corrientes las expectativas respecto a cambios futuros en la política económica. De tal forma que, las variaciones esperadas en la política fiscal en períodos posteriores, pueden contribuir a explicar el impacto de las medidas actuales.

Este razonamiento condujo a la reinterpretación del Teorema de la Equivalencia Ricardiana (TER), que en su sentido más estricto establece que una expansión fiscal modifica la percepción de los agentes privados sobre una posible compensación futura del actual déficit público. Es decir, los individuos reducirán su consumo e inversión presentes para elevar su ahorro presente, porque saben que en el futuro el sector público requerirá de mayores contribuciones para hacer frente al servicio de su deuda. En este sentido, los individuos esperan que la deuda que el

gobierno genera para financiar una expansión del gasto público deficitario en el presente, eleve en el futuro las tasas impositivas (Bernanke, 1997).

2.3. Estructura impositiva óptima y equilibrio general. Ingreso disponible permanente y maximización inter-temporal del consumidor.

Partiendo de los modelos de equilibrio neoclásico, que suponen que el consumo privado se basa en una maximización inter-temporal de la utilidad del consumidor, la NEC sostiene que el consumo de equilibrio es constante e igual al ingreso disponible permanente esperado. Este supuesto impide que en el tiempo, los incrementos en el gasto público se conviertan en aumentos proporcionales en la demanda agregada. En efecto, el financiamiento inter-temporal del sector público mediante deuda e ingresos tributarios, no tiene efectos sobre la demanda agregada, ya que el cumplimiento de la Equivalencia Ricardiana asegura que los cambios en el gasto público sólo tendrán efectos de corto plazo sobre la demanda agregada. Esta afirmación se cumple sí y sólo sí, dichos cambios son inesperados o son percibidos inesperados o temporales.

Como los teóricos de la NEC no conciben una propensión marginal a consumir fija ni desequilibrios involuntarios en los mercados de factores, pues suponen el pleno empleo de éstos, coincide con la tradición keynesiana cuando recomiendan un manejo contra-cíclico de la política fiscal. Sin embargo, esta recomendación no implica el reconocimiento del desempleo involuntario, ya que como se afirmó, suponen el pleno empleo de todos los factores, incluyendo el trabajo. La prescripción de políticas fiscales contra-cíclicas tiene como propósito demostrar su teoría de la “imposición óptima”, que afirma que las tasas impositivas constantes a través del tiempo, a pesar de que existan variaciones anticipadas en la base de recaudación y en el gasto público, permitirán mantener el equilibrio en las finanzas públicas.

En presencia de fluctuaciones en el nivel de ingreso provocadas por el ciclo económico o cambios anticipados en el gasto público, la deuda pública actuará como amortiguador porque evita cambios en las tasas de recaudación tributaria

(Barro, 1983a). Al respecto, algunos de los economistas de la NEC desarrollaron modelos de equilibrio general complejos, en los cuales el equilibrio se alcanza mediante la introducción de tasas impositivas constantes, para suavizar las distorsiones que generan los costos de recaudación. Por ejemplo, Lucas y Stokey (1993) analizan la política fiscal óptima utilizando un modelo de equilibrio general sin capital, donde los agentes maximizan consumo y ocio de forma inter-temporal, suponiendo que los impuestos afectan el ingreso del trabajo.

A partir de estos supuestos, se determina la política fiscal óptima para distintas trayectorias de gasto público; dichas trayectorias se resumen en tres: 1) cuando la trayectoria del gasto público es constante y su nivel es perfectamente anticipado; 2) cuando el gasto público es variable, pero sus variaciones son perfectamente anticipadas; y 3) cuando la trayectoria del gasto es variable y estocástica, con una cierta función de distribución asociada.

En el primer caso, dado que el gasto público es positivo y constante en todos los períodos, la tasa impositiva óptima debe fijarse en un nivel que permita que todo el gasto público se financie con impuestos recaudados en el mismo período. Es decir, la tasa impositiva debe fijarse en un nivel que asegure que los ingresos públicos sean exactamente iguales a los gastos públicos del período; asegurando con ello, el equilibrio en las finanzas públicas en todos los períodos. Se considera que tasas de recaudación variables y emisiones de deuda pública incrementan el costo de la recaudación y en consecuencia, distorsionarán la estructura tributaria.

En el segundo caso, dado que el gasto público es variable pero perfectamente anticipado, la política fiscal óptima resulta menos sencilla. Este puede ser el caso de una guerra, porque se cuenta con certidumbre sobre su realización, así como su costo y duración, pero se desconoce cuándo concluirá. En tal circunstancia, las tasas impositivas óptimas serán positivas y constantes durante el tiempo de paz, debido a que los gastos son reducidos, mientras que en el período de guerra el gasto público será elevado. En este caso, las finanzas públicas nunca estarán

equilibradas, ya que mostrarán superávit o déficit dependiendo de los requerimientos de gasto público. En el período anterior a la guerra, se observan superávits fiscales que se invierten en valores emitidos por el sector privado; mientras que durante la guerra se generan déficits fiscales que se financian con la venta de los activos financieros acumulados anteriormente y con nuevas emisiones de deuda pública. El servicio de la deuda pública acumulada durante el período de guerra, será pagado con los superávits primarios generados en períodos posteriores a dicho evento. De esta forma, la deuda pública se utiliza para suavizar a lo largo del tiempo, las distorsiones que provoca el costo fiscal de un evento, durante el cual el gasto público es mayor a su nivel normal.

En el tercer caso, si existe una probabilidad positiva de que se presente un evento adverso de duración aleatoria, en el cual el gasto público será elevado, como sería el caso de una guerra de duración indefinida, la política fiscal óptima no sólo incluye distintas tasas impositivas durante el período en que el gasto es reducido, como lo es en tiempos de paz, sino también el uso de instrumentos de deuda pública con pagos contingentes. Al respecto, recordemos que, según la NEC, con tasas impositivas constantes y una acumulación de activos privados, ya sean bonos o valores contingentes o de ambos, la política fiscal óptima generará un superávit fiscal antes de que estalle la guerra. Esta acumulación contingente le permitirá al gobierno financiar los gastos de guerra; así que, una vez iniciada la guerra su financiamiento proviene de la venta de bonos o valores contingentes del sector privado, de la recaudación tributaria y la colocación de bonos públicos. Al término de la guerra se emitirán bonos no contingentes y a perpetuidad, cuyo servicio será pagado con los superávits primarios futuros.

De acuerdo con la NEC, si la demanda de bienes de los agentes económicos depende del valor presente de los impuestos, la política fiscal afectará el consumo privado sólo si se altera el valor presente esperado de los impuestos. Ahora bien, como el valor presente esperado de los impuestos sólo se altera si se modifica el valor presente del gasto; entonces, contrario a lo propuesto por el modelo

keynesiano, la sustitución de impuestos por déficit presupuestal, manteniendo constante el nivel de gasto, no tendrá impacto sobre la demanda agregada de bienes; es decir, el déficit presupuestal y los impuestos tienen efectos equivalentes sobre la economía.

Bajo este razonamiento, si el gobierno disminuye los impuestos en un período, sin alterar el nivel de gasto y financia la diferencia entre gasto público e ingresos por impuestos tributarios mediante la colocación de deuda pública, los individuos no considerarán la disminución en los impuestos como un aumento en la riqueza, porque, según los teóricos de la NEC, saben que en el futuro el gobierno les cobrará más impuestos para pagar la deuda pública. Dado que no se produce un efecto riqueza, la disminución en los impuestos no provocará una disminución del consumo privado.

De acuerdo con este análisis, un aumento en el gasto del gobierno provoca que los individuos esperen un mayor gasto público en el futuro, pues el gasto público tiene una inercia que hace difícil que los aumentos sean revertidos. Por lo tanto, los individuos esperan que una política fiscal expansiva genere mayores impuestos para financiar la sucesiva expansión del gasto público. La forma en que la política fiscal afecte el gasto de los consumidores dependerá del comportamiento de las expectativas de los individuos sobre el gasto futuro del gobierno (Feldstein, 1984). Según la NEC, es imposible predecir con certeza cómo reaccionarán los consumidores ante cambios en la política fiscal, pues su respuesta depende de toda una historia de acciones fiscales previas y de la forma en que los individuos determinan sus expectativas sobre el comportamiento futuro del gobierno. En conclusión, la reacción de los agentes es impredecible, debido a que depende no sólo de lo que ocurra en el momento del ajuste, sino también de la historia de las finanzas públicas (Feldstein, 1984).

De lo anterior se desprende que, la política fiscal expansiva puede generar efectos no keynesianos; por ejemplo, si partiendo de una situación inicial de altos

niveles de gasto o deuda públicos, se instrumenta una política de estabilización el consumo puede aumentar, porque la reducción de la inflación incrementa la riqueza y/o porque los impuestos esperados para el futuro se reducen. Si la política de estabilización se aplica cuando los niveles del gasto y deuda públicos son altos; entonces, el consumo puede disminuir debido a que los consumidores saben que hay una estabilización por venir.

Otra de las razones por las cuales la política fiscal puede generar efectos no keynesianos, según la NEC, se derivan del impacto que provoquen las variaciones del gasto público sobre la tasa de interés; por ejemplo, un ajuste fiscal restrictivo que genera un aumento de la tasa de interés, puede aumentar las primas de riesgo. Si ello sucede, es muy probable que disminuya la inversión y el consumo de bienes durables; sin embargo, para que este efecto se presente es necesario que el ajuste fiscal se perciba como permanente. La caída en la inversión y el consumo de bienes durables será mayor mientras más alto sea el nivel de la deuda pública, ya que la prima de riesgo será más alta (Alesina, 1998). Un efecto contrario sucederá en el caso de una política fiscal expansiva.

2.4. La reinterpretación del Teorema de la Equivalencia Ricardiana y los efectos de la política fiscal.

La neutralidad de la deuda pública postulada por la NEC es aún un tema muy debatido, debido a que ello implica reconocer la efectividad de la política fiscal sobre la demanda agregada y en consecuencia, su carácter contra-cíclico. Por ello, la discusión vuelve a centrarse en los efectos de largo plazo de la política fiscal sobre variables reales, como la demanda y la oferta agregadas, así como sus consecuencias sobre la inflación, tasa de interés y tipo de cambio.

La reinterpretación que Barro hizo del TER, implica aceptar supuestos radicales, como los siguientes:

1. Los agentes son racionales y por lo tanto, la formación de sus expectativas futuras son racionales;

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

2. Existe certidumbre sobre los flujos de ingresos y cargas tributarias futuras;
3. Los mercados de capital son perfectos, lo que significa que no existen restricciones de liquidez;
4. Los impuestos son no-distorsionadores (*lump-sum*);
5. La cantidad de ciudadanos que pagan impuestos es constante;
6. Los hogares son homogéneos; por lo tanto, se puede utilizar el modelo de un consumidor individual, es decir, se reduce al de agente medio;
7. Los agentes poseen un horizonte de vida infinito; y
8. Existe altruismo intergeneracional del tipo de dinastías.

El supuesto sobre el altruismo de los agentes ha sido el más criticado, pues de él depende la coherencia teórica de la TER, ya que permite la reconciliación de horizontes finitos e infinitos. Por su parte, Barro defiende el supuesto de altruismo intergeneracional argumentando la existencia de las herencias por parte de las generaciones presentes (generación $t-1-k$); ella significa la existencia de generaciones tipo dinastía, ya que se asume que las generaciones pasadas, a través de las herencias, aseguran que las generaciones futuras paguen la deuda emitida por los gobiernos en el presente, con un monto de impuesto equivalente a dicha deuda.

Los supuestos teóricos implícitos y los resultados analíticos de la reinterpretación de Barro de la TER, han sido severamente criticados por su falta de congruencia con la realidad. Dichos supuestos son: 1) los consumidores tienen un horizonte de planeación infinito; 2) las generaciones están vinculadas por motivos altruistas; 3) los mercados de capital son perfectos; 4) la posposición de los impuestos no redistribuye los recursos entre generaciones; 5) los impuestos no generan distorsiones; 6) los individuos son racionales, lo que implica que son capaces de relacionar el déficit presente con un aumento de los impuestos a futuro y; 7) el consumo de los individuos sólo depende de su ingreso disponible.

Para demostrar la falta de realismo de estos supuestos y por lo tanto, las inconsistencias del modelo de Barro, Berheim (1987) redujo al absurdo los planteamientos que sostienen la reinterpretación de la TER. Por su parte Tobin, Blanchard y Feldstein , demuestran empíricamente que: 1) No existen horizontes infinitos de vida; 2) No es posible que existan restricciones de liquidez; 3) Generalmente, los impuestos son distorsionantes; 4) Los agentes no son totalmente racionales, porque la información es imperfecta e incompleta, además no todos los individuos tienen acceso a ella; 5) Los mercados de capital son imperfectos; y 6) Existe incertidumbre sobre ingresos e impuestos futuros.

Se argumenta que Barro no considera la presencia de choques adversos tanto en su ocurrencia como en su duración, que afectan las tasas impositivas. Estas se mantienen constantes en tanto no ocurran eventos adversos, pero su nivel difiere en cuanto éstos se presentan. Asimismo, pueden generarse superávits fiscales en períodos en que la economía no se ve afectada por los choques adversos, pero en presencia de éstos es probable que las finanzas públicas se tornen deficitarias; de tal forma que la política fiscal tenga efectos contra-cíclicos.

Por otro lado, se critica que Barro no considere al Banco Central como una fuente de ingresos del gobierno, ya que aquél puede emitir dinero para proveer a éste de recursos. Al respecto, se señala que el dinero es demandado por el público para realizar transacciones y/o ahorrarlo; así que cuando el sector privado acumula circulante transfiere parte de su ingreso al instituto emisor y por lo tanto, pierde parte de su capacidad de compra. En efecto, cuando los individuos atesoran dinero ceden parte de su ingreso al Banco Central, de la misma forma que sucede con otros impuestos.

La acumulación de dinero por parte de los individuos representa un activo para éstos; en el caso de que lo cambien por bienes, el dinero constituye un préstamo al sector público, sobre el cual el gobierno no paga intereses. Si después de un tiempo el público decidiera deshacerse del dinero, el gobierno generaría

recursos de este préstamo; aunque el valor del dinero se deteriora con la inflación. Sin embargo, para que las transferencias de recursos al Banco Central sean mayores, se requiere que el sector privado acumule cantidades crecientes de dinero; pero ello puede reducir el nivel de transacciones

En presencia de altas tasas de inflación, el préstamo del público al Banco Central a tasa cero, como resultado de la acumulación de dinero, dejará más recursos al gobierno porque la tasa de interés real es menor, debido a las mayores tasas de inflación. En consecuencia, el señoreaje y el impuesto inflacionario constituyen fuentes adicionales de financiamiento del sector público, debido a que elevan el volumen de recursos disponibles en las arcas del Banco Central. En el caso del financiamiento al gobierno a través del señoreaje, el financiamiento al sector público está determinado indirectamente por el nivel del ingreso del sector privado. Por ejemplo, si se eleva la actividad económica se incrementa el número de transacciones, debido a que se eleva el nivel del ingreso nominal, como consecuencia de las mayores tasas de inflación; ello obliga al Banco Central a emitir dinero, para responder al incremento en los precios y en el ingreso nominal del sector privado.

Así, ante tasas de inflación altas, la autoridad monetaria debe emitir más dinero, para cubrir el incremento en los precios y en el ingreso nominal. Entonces, a mayores tasas de inflación y por lo tanto, mayor incremento en el nivel de precios, mayor será el volumen de recursos que el gobierno obtenga a través del señoreaje. En cuanto al financiamiento al gobierno por la vía del impuesto inflacionario, los recursos se generan a partir del incremento en el nivel de precios. La mayor demanda de dinero que ello implica no responde a un incremento de la actividad económica o a un incremento del ingreso real, sino al efecto de la inflación y al incremento del ingreso nominal.

Bajo el supuesto de que los individuos anticipan el incremento de los impuestos futuros, cuando las cuentas fiscales son deficitarias, el enfoque del NCM

sostiene que es posible que la demanda por dinero se contraiga, incluso antes de que el Banco Central emita una mayor cantidad de dinero. Así, con una menor demanda de dinero, el precio de la moneda se deteriora, como consecuencia del incremento en el nivel general de precios, dada una oferta monetaria constante. Esta situación puede provocar dos efectos: 1) que se presente un incremento en la inflación, sin que ello genere mayores ingresos para el gobierno; y 2) que la inflación se salga del control de la autoridad monetaria, si el público percibe que la posición fiscal no es sostenible.

En efecto, la reinterpretación que Barro hace del TER presenta fuertes inconsistencias teóricas debido a que no se consideran los efectos de la política fiscal sobre las tasas de interés y el tipo de cambio y en consecuencia, sobre la balanza de pagos. Los cambios en algunas de estas variables pueden obstaculizar el cumplimiento de la meta de inflación fijada por el Banco Central. Por ejemplo, para que la posición fiscal de un gobierno sea sostenible, es decir, se cumpla el TER, se requiere que el valor presente del superávit fiscal sea suficiente para cubrir el valor de su deuda en un momento del tiempo. Sin embargo, este argumento de la NEC no es del todo correcto, porque el refinanciamiento de la deuda pública puede cubrir la brecha entre ambos. Además, el resultado dependerá de la posición que asuma el banco central ante una expansión del gasto público deficitario; si la decisión del instituto emisor es financiar el déficit, es poco probable que se presenten problemas.

2.5. El Nuevo Consenso Monetarista y la efectividad de la política monetaria basada en metas de inflación.

El enfoque del Nuevo Consenso Monetarista (NCM), también denominado la Nueva Macroeconomía (NM), sostiene al igual que los enfoques neoclásico y monetarista de Milton Friedman, que una política fiscal expansiva sólo tiene efectos positivos de corto plazo sobre el nivel del producto y el empleo, en tanto que los efectos de largo plazo serán negativos. El desplazamiento de la inversión privada provocada por la expansión del gasto público deficitario, anulará el efecto

multiplicador positivo de corto de plazo que dicha expansión genera en la demanda agregada. Asimismo, de acuerdo con la NCM, un déficit fiscal amplio provocará un incremento de la tasa de interés real, ello estimulará el ingreso de flujos de capital externo, con la consiguiente apreciación del tipo de cambio real.

Por otro lado, el incremento de la rentabilidad de los instrumentos de deuda denominados en moneda local, derivado de las mayores tasas de interés internas comparadas con las externas, elevará la demanda de los instrumentos financieros internos frente a los instrumentos externos que devengan intereses en moneda extranjera. Con base en este razonamiento, los teóricos del NCM retoman el efecto financiero negativo tradicional de la política fiscal expansiva postulado por Friedman, que sostiene que dicha política provocará una disminución en la demanda de bonos denominados en moneda local y un incremento en la demanda de instrumentos denominados en moneda extranjera, como consecuencia del efecto combinado de la apreciación del tipo de cambio real y el incremento en las tasas de interés domésticas.

Considerando que el déficit público se financia generalmente mediante la emisión de deuda pública interna, el NCM afirma que la colocación de bonos del gobierno en los mercados financieros genera un doble desplazamiento de la inversión privada. Por un lado, expulsa a la inversión privada porque la colocación de valores públicos desvía recursos del sector real de la economía al sector financiero. Por el otro, la emisión genera competencia entre estos valores y los valores privados; por su bajo riesgo, valores públicos serán más atractivos para los inversionistas. Los fondos disponibles para el sector privado disminuyen; asimismo, la competencia entre las empresas para conseguir recursos bancarios o colocar sus valores en el mercado de capitales, elevará la tasa de interés y por lo tanto, el nivel de la inversión privada disminuirá.

Según los teóricos del NCM, este desplazamiento se da por dos vías, la directa y la indirecta o financiera. El desplazamiento directo ocurre cuando el incremento

en la tasa de interés provoca la disminución del gasto privado en inversión y consumo. Ello supone que el ahorro se eleva cuando la tasa de interés se incrementa y que el consumo y la inversión son elásticos a las variaciones de la tasa de interés. El efecto indirecto o financiero se produce cuando la emisión de bonos gubernamentales, para financiar la expansión del gasto público deficitario, desplaza a las emisiones privadas en los mercados financieros. En este caso, se supone que la competencia entre el sector público y privado por sus valores en el mercado financiero, elevará la tasa de interés. En ambos casos, efecto directo e indirecto, conducirán a una contracción de la demanda agregada y por lo tanto, en el nivel del producto y el empleo, así como a una mayor tasa de inflación en el largo plazo.

2.5.1 El efecto desplazamiento por la vía de la tasa de interés.

La tesis que sostiene la expansión del gasto público deficitario desplaza la inversión privada, porque aquél provoca la elevación de la tasa de interés, se basa en dos supuestos estrechamente relacionados, que son: 1) que el Banco Central tiene la capacidad de fijar la tasa de interés; y 2) que el Banco Central puede controlar la oferta de dinero, mediante la implementación de una regla monetaria que le permite igualar la oferta y la demanda dinero; ello a pesar de que el enfoque del NCM asume que el dinero es endógeno.

En este marco, un incremento del gasto público deficitario entorpecerá las funciones del Banco Central, las cuales se derivan de los dos supuestos antes mencionados, pues la competencia por recursos entre los sectores público y privado, provocada por la colocación de bonos públicos para financiar dicho incremento, conduce a la elevación de la tasa de interés. El NCM llega a esta conclusión porque sostiene que el incremento en la demanda agregada, inducido por la expansión del gasto público deficitario, “absorbe” el ahorro privado (Arestis, 2003). De ahí se deduce que los recursos disponibles para la inversión privada disminuyen y, en consecuencia, la tasa de interés se eleva. En efecto, el NCM

asume que el ahorro privado y por lo tanto, el ahorro interno total, es exógeno y anterior a la inversión. Supuesto insostenible, como se verá más adelante.

2.5.2 El efecto desplazamiento por la vía del deterioro de la cuenta corriente y la apreciación del tipo de cambio.

Siguiendo con el razonamiento de los teóricos del NCM, la elevación de las tasas de interés internas, además de contraer la inversión, estimula la entrada de altos flujos de capital externo. Bajo tales circunstancias, la cuenta corriente de la balanza de pagos se deteriora, debido a la apreciación del tipo de cambio real. El deterioro es provocado tanto por el incremento de las importaciones de bienes mayor al crecimiento de las exportaciones de los mismos (déficit comercial), como por el alto volumen de intereses pagados por las inversiones de cartera, principal destino de los flujos de capitales externos (Arestis, 2003a). En el mediano plazo, según el NCM, los altos coeficientes de importación erosionan el efecto multiplicador del incremento del déficit público sobre la actividad económica; lo que a su vez contrae los ingresos tributarios. Provocando con ello, la caída de del ahorro público; es decir, un mayor déficit público provocará necesariamente una reducción del ahorro del gobierno en el largo plazo, porque el efecto de corto plazo del multiplicador del déficit público sobre la demanda agregada es absorbido por el incremento de las importaciones. Nuevamente, esta conclusión del NCM supone que el ahorro interno en general y el ahorro público en particular, es exógeno; esto es, que no está determinado por las variaciones en el nivel de ingreso, y que el nivel de ingreso no varía con un incremento en el gasto público deficitario.

2.5.3 El efecto desplazamiento por el desajuste entre la oferta de equilibrio y la demanda agregada.

La expulsión de la inversión privada por la vía de la apreciación del tipo de cambio real, además de suponer que el ahorro público es exógeno, también implica la existencia de una oferta agregada de equilibrio en el corto plazo. Este supuesto significa que la brecha producto cero debe coincidir con una tasa de inflación constante, una tasa de interés de equilibrio y una tasa de desempleo natural. Es decir, que existe una tasa de desempleo natural que no genera presiones

inflacionarias (NAIRU por sus siglas en inglés). Entonces, bajo este marco teórico, cualquier incremento en el gasto público que estimule la demanda agregada presionará sobre la oferta de equilibrio y por lo tanto, generará presiones inflacionarias. Así, aunque se acepte la naturaleza endógena del dinero, bajo el supuesto de oferta de equilibrio cualquier incremento en la demanda agregada provocará necesariamente un aumento en el nivel de precios.

2.5.4 El efecto desplazamiento por el desajuste entre el ahorro público y el ahorro privado.

El Teorema de la Equivalencia Ricardiana (TER) afirma que existe una igualdad cuantitativa entre el incremento de la deuda pública para financiar un aumento del gasto público y el incremento en el valor de los impuestos generados por dicho gasto. Este argumento implica dos supuestos: 1) que el monto de los impuestos es suficiente para cubrir el servicio de la deuda pública, esto es, la amortización del capital y el pago de intereses; y 2) que el incremento en el valor de los ingresos tributarios provocará una disminución de igual magnitud en el ahorro privado. Por otro lado, el TER asume que los consumidores tienen información sobre el futuro, lo que significa que tienen pleno conocimiento sobre las restricciones presupuestarias inter-temporales del gobierno y que saben que un incremento de los impuestos en el presente será seguido de una disminución de éstos en el futuro. Con base en ello, los consumidores disminuyen sus ahorros en el presente, porque saben que no tendrán que pagar más impuestos en el futuro debido a que la deuda pública disminuirá en el futuro, como consecuencia del incremento de los ingresos tributarios.

Siguiendo el argumento del TER, los teóricos del NCM recomiendan que la política fiscal se subordine a la política monetaria, para garantizar la estabilidad cambiaria y monetaria en el largo plazo. Para ello, es necesario que el presupuesto fiscal se administre apegado al criterio de finanzas públicas equilibradas a lo largo del ciclo económico. En concordancia con este planteamiento, alto déficit público y por lo tanto, altos niveles de deuda pública, obstaculizan el cumplimiento de la meta

de inflación. Por otro lado, el incremento en los ingresos tributarios, como consecuencia de la expansión en la actividad económica asociada al incremento del gasto público deficitario, provocará según el enfoque del NCM, una baja en el ahorro privado presente, ya que se considera que el ingreso permanente no cambia.

Con base en este razonamiento, y dados los supuestos de que el mercado de capitales es perfecto y que no existe contracción de la liquidez, el NCM sostiene, al igual que el enfoque de la Nueva Escuela Clásica, que existe una equivalencia entre el valor de los ingresos tributarios y el valor de la deuda pública; sin embargo, afirma que el incremento en el ahorro del gobierno que resulta de la mayor recaudación, inducida por la expansión de la actividad económica estimulada por el incremento en el gasto público deficitario, provoca finalmente, una reducción en el ahorro privado. Como se argumentó, esta conclusión es errónea, porque: en primer lugar, las crisis financieras a nivel mundial registradas en la década de los noventa y la reciente crisis, 2007-2008, del sector hipotecario de los Estados Unidos, han demostrado que los mercados de capitales son imperfectos; en segundo, los bancos centrales, mediante variaciones en la tasa de interés, pueden reducir la liquidez y; en tercer lugar, el ahorro interno (ahorro público y privado) y el ingreso permanente están determinado por las variaciones en el nivel del ingreso.

2.6 El enfoque Poskeynesiano y la efectividad de la política fiscal. El carácter contra-cíclico del déficit público.

El enfoque postkeynesiano cuestiona las tesis del Nuevo Consenso Monetarista que niegan la efectividad de la política fiscal, para estimular la actividad económica. Asimismo, ponen en duda la supuesta eficacia de la política monetaria para inducir por sí misma, el crecimiento económico. En los trabajos de Philip Arestis, Malcom Sawyer y Randall Wray, entre otros poskeynesianos, se sostiene que bajo condiciones específicas, la política fiscal es una poderosa herramienta de la política macroeconómica, para inducir cambios en el nivel de demanda agregada y por lo tanto, en el nivel del producto y el empleo.

2.6.1 Subordinación del crecimiento económico al cumplimiento de la meta de inflación.

Bajo la perspectiva poskeynesiana, parte del principio de la demanda efectiva, lo que implica que el nivel del producto está determinado, y asume dos supuestos fundamentales en materia de política monetaria, que son: 1) el carácter endógeno del dinero, es decir, que los bancos introducen el dinero en el sistema económico, a través de la generación de una deuda que se inicia con el crédito que otorgan a los empresarios para iniciar el proceso productivo y, que una vez vendidas las mercancías, dicha deuda se cancela y; 2) la naturaleza monetaria y el carácter exógeno de la tasa de interés; esto último en el sentido de que es fijada por el Banco Centra. De tal forma que las variaciones en el nivel de la tasa de interés pueden ser provocadas o contenidas mediante acciones discrecionales del Banco Central, quien para cumplir con sus metas de inflación puede fijar una tasa de interés alta, con el propósito de controlar la liquidez.

El Banco Central puede implementar dos medidas para cumplir con su meta de inflación. La primera consiste en satisfacer la mayor demanda de liquidez de los bancos y al mismo tiempo elevar la tasa de interés, para penalizar a los bancos que se excedieron en el otorgamiento de préstamos y crédito. La segunda consiste en no proporcionar la liquidez necesaria a los bancos comerciales; lo que obligará a éstos a recurrir al fondo interbancario interno o externo o a generar liquidez a través de innovaciones financieras. Sin embargo, como ambas medidas afectan el nivel de la tasa de interés, el Banco Central optará por proveer de reservas a los bancos comerciales, para evitar variaciones bruscas en la tasa de interés; asegurado así, su meta inflacionaria (Arestis, 2004). En consecuencia, el desplazamiento de la inversión privada, que según los teóricos del NCM, es provocada la expansión del gasto público deficitario, para el enfoque poskeynesiano es resultado de la posición restrictiva que asume el Banco Central para cumplir con su meta de inflación.

Si el Banco Central en el marco de su autonomía, reacciona ante un incremento en el gasto público deficitario elevando la tasa de interés, para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación; entonces, es éste quien indirectamente provoca el efecto expulsión. Por el contrario, si ante un incremento en la demanda de dinero asociada a una expansión de la demanda agregada, inducida ésta por un incremento en el gasto público deficitario, el Banco Central expande la oferta de dinero en lugar de contraerla, es muy probable que la tasa de interés se mantenga constante o en el peor de los casos, su incremento será mínimo. La magnitud del efecto de dicho incremento sobre la inversión dependerá de la magnitud del aumento de las tasas de interés en su conjunto. Al respecto, cabe señalar que las tasas de interés también responden a cambios en el gasto y en el ciclo de dinero.

En consecuencia, la presencia del efecto expulsión de la inversión privada por la vía del incremento en la tasa de interés, dependerá de la respuesta de la autoridad monetaria y no del mercado de dinero. Incluso si hubiera un incremento de la tasa de interés, no se sabe con exactitud cuál será la elasticidad inversión-tasa de interés. Sobre esta relación Chirinko (1993) y Fazzari (1993; 1994-1995), afirman que el impacto de la tasa de interés en la inversión es mínimo, en tanto que las variaciones en el ciclo de ventas y los efectos del flujo de efectivo provocan un mayor efecto en la determinación de la inversión. Se reconoce que otras variables, como el nivel de la producción tienen un mayor impacto en la inversión. Así que, aunque la expansión del gasto público deficitario indujera un incremento en la tasa de interés, ello no conduciría necesariamente a un desplazamiento de la inversión privada.

2.6.2 Ahorro interno endógeno, tipo de cambio y cuenta corriente.

Según el enfoque del NCM, un déficit público alto deteriora la cuenta corriente de la balanza de pagos, porque la expansión de la demanda agregada en el corto plazo que aquél genera, al rebasar el nivel de la oferta de equilibrio de corto plazo, conducirá a un incremento de las importaciones. Recordemos que, según los

teóricos del NCM, esta situación es provocada por la apreciación del tipo de cambio real, la cual a su vez es consecuencia de la entrada de flujos de capitales externos atraídos por las mayores tasas de interés que generó la colocación de valores del gobierno para financiar la expansión del gasto público deficitario. Con un tipo de cambio real apreciado, los precios relativos de los bienes importados se reducen, en tanto que los precios relativos de las exportaciones se elevan; lo que se reflejará en un deterioro de la balanza comercial. Por su parte, en la cuenta de servicios se elevará el pago de intereses por concepto de las inversiones en cartera. El efecto en conjunto, será un incremento del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Este análisis supone que el incremento en las importaciones y el mayor pago de interés por concepto de inversiones en cartera, reduce el ahorro doméstico porque disminuye el ahorro del gobierno; es decir, se asume que el ahorro es exógeno. Al respecto, existe evidencia empírica que demuestra que el nivel del ahorro está determinado por los cambios en el gasto de gobierno y en el ingreso doméstico (Arestis y Sawyer, 2003b); es decir, se trata de una variable endógena. Si se acepta que el ahorro es endógeno, es muy probable que un incremento en el déficit gubernamental eleve el ahorro doméstico, porque el nivel de éste depende de las variaciones del ingreso interno y, éste se incrementa cuando se eleva el gasto público deficitario, ya que estimula la actividad económica. Si bien es probable que una expansión de la actividad económica eleve el volumen de las importaciones, en particular en el caso de las economías pequeñas con una alta dependencia tecnológica; no obstante ello, la relación entre un tipo de cambio real apreciado y el incremento en las importaciones no es clara. Por ejemplo, un incremento en las importaciones puede ser interpretado como una señal de que el tipo de cambio real debe ser ajustado (depreciado), pero una expansión en la actividad económica inducida por un mayor gasto público, también puede generar expectativas positivas sobre el comportamiento de la economía, de tal forma que el tipo de cambio tenderá a elevarse.

La política fiscal sólo puede afectar directamente al tipo de cambio, si los oferentes del mercado cambiario reaccionan contra el incremento del gasto público comprando divisas. En una situación como esta, es posible que la política fiscal expansiva provoque un “efecto expulsión internacional”, resultado del incremento en las importaciones y el consecuente déficit en la balanza comercial. No obstante, aun suponiendo esta situación, si el resto del mundo o los socios comerciales del país en cuestión, elevan su demanda por exportaciones de dicho país no necesariamente ocurrirá ese efecto (Fazzari, 1993).

2.6.3 El ajuste entre la expansión de la demanda agregada y la capacidad productiva existente no utilizada.

En el marco de una política monetaria basada en metas de inflación, que supone una oferta agregada de equilibrio y dinero endógeno, cualquier incremento en el gasto público que se traduzca en un incremento de la demanda agregada, provocará una alza en la tasa de inflación. Bajo la perspectiva poskeynesiana, que supone dinero endógeno en el sentido definido anteriormente y la existencia en el corto plazo de capacidad productiva no utilizada, que es una situación presente en la mayoría de las economías tanto industrializadas como en desarrollo, un incremento en la demanda agregada asociado a la expansión del gasto público dará como resultado un efecto de “balance real”. Esto es, los cambios en el nivel de precios inducirán variaciones en el valor real de la cantidad de dinero, los cuales influyen en el nivel de la demanda agregada. Si el nivel productivo se eleva como resultado de un incremento en el gasto público deficitario, pero la oferta monetaria permanece constante, los precios se elevarán; en cambio, si la oferta monetaria se eleva, los precios permanecerán constantes e incluso podrían disminuir.

El ajuste también se puede dar mediante el manejo de tasa de interés por parte del Banco Central; si éste eleva la tasa de interés, los precios se incrementarán, lo que provocará que la demanda agregada disminuya. En cambio, si el Banco Central expande la oferta monetaria para evitar que la tasa de interés se eleve y por lo tanto, mantener estable el nivel de los precios, es probable que el incremento en el gasto

público no genere inflación. Con una medida como esta, la autoridad monetaria puede evitar que la demanda agregada disminuya en el mediano y largo plazos y en consecuencia, asegurar un crecimiento estable y sostenido de la inversión, el producto y el empleo (Arestis, 2003c).

En el marco teórico poskeynesiano, la política fiscal tiene un efecto expansivo sobre el nivel de demanda agregada. El desplazamiento o expulsión de la inversión privada sólo se producirá si se asume el supuesto de oferta de equilibrio (brecha de oferta cero). Tal supuesto significa que la demanda agregada debe ajustarse en el corto plazo a la oferta de equilibrio, es decir, ésta representa el límite de la demanda agregada en el corto plazo; de lo contrario, según los teóricos del NCM, se generarán presiones inflacionarias. Sin embargo, en economías donde existe capacidad productiva sin utilizar, que es la característica común en la mayoría de las economías capitalistas actualmente, las libres fuerzas del mercado o la política monetaria que por sí mismas, han sido incapaces de inducir el crecimiento de la demanda agregada hacia el nivel de capacidad productiva existente (Arestis, 2003b). La evidencia empírica histórica ha demostrado que sólo las políticas fiscales activas, basadas en la expansión responsable del gasto público deficitario, conjuntamente con políticas monetarias flexibles, son capaces de elevar el nivel de producto y empleo hasta ocupar en el corto plazo la capacidad productiva existente, porque en el mediano y largo plazos, la expansión y modernización de la capacidad productiva estarán determinados por el progreso tecnológico.

SEGUNDA PARTE

LA POLÍTICA FISCAL EN MÉXICO

CAPÍTULO III

LA POLÍTICA FISCAL CONTRACÍCLICA EN MÉXICO 1956-1982.

México inició su proceso de industrialización a mediados de la década de los treinta, el cual se aceleró en la década de los cuarenta, con la implantación del modelo sustitutivo de importaciones. La instrumentación de una política económica activa, en particular el incremento del gasto público deficitario y un manejo flexible de la liquidez por parte del Banco de México sostuvieron el crecimiento durante cuatro décadas. La combinación de una política fiscal expansiva con una política monetaria flexible permitió mantener tasas de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) entre 5 y 6 por ciento, acompañado de estabilidad monetaria y cambiaria durante el período 1956-1970.

Por su parte, la política comercial que protegía el mercado interno de la competencia externa, la participación del Estado en la actividad económica, mediante empresas y organismos públicos y la política de transferencias y subsidios desempeñaron un papel fundamental en el sostenimiento de la política sustitutiva de importaciones, ya que elevaron la demanda agregada, tanto por el lado del consumo como de la inversión privados. A principios de la década de los sesenta, la expansión del mercado interno estimuló el crecimiento económico; sin embargo, la elevada concentración del ingreso, la paulatina reducción de la inversión pública y los altos coeficientes de importación de la industria redujeron el ritmo de crecimiento del producto hacia finales de esta década (Cárdenas, 1996).

3.1. Crecimiento económico y estabilidad monetaria. Producción y precios.

El período 1940-1970 se caracterizó por un crecimiento económico estable y sostenido, que fue resultado de las políticas fiscales y monetarias activas. En el sexenio 1971-1976, si bien se mantuvo un crecimiento alto del producto, este fue irregular y estuvo acompañado de fuertes presiones inflacionarias, así como de la profundización del desequilibrio en las finanzas públicas y en el sector externo. Durante los años 1976-1978, la economía mexicana pasaba por una fuerte recesión

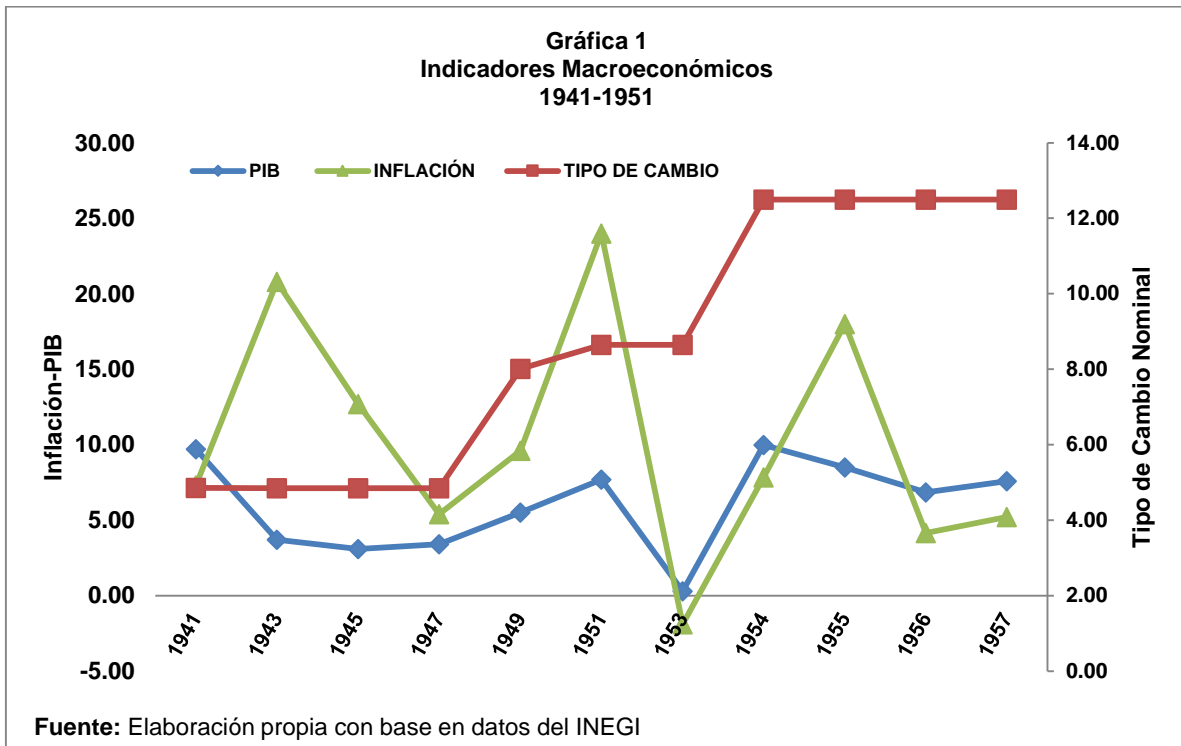
con presiones inflacionarias; situación que fue superada de forma rápida por los excedentes petroleros que crecieron de manera extraordinaria durante los años 1979-1981.

3.1.1. Crecimiento económico con inestabilidad monetaria: 1940-1957

Durante el largo período que va de 1940 a 1982, se pueden distinguir tres etapas: la primera comprende los años 1940-1957; la segunda que abarca los años 1958-1970 y la tercera que va de 1971 a 1982. Después de lograr la estabilidad política y la paz social, México entró en un proceso de crecimiento sostenido por la demanda externa y la ampliación del mercado interno. En el marco de la Segunda Guerra Mundial, el incremento de la demanda externa de bienes de consumo, agropecuarios y minerales se convirtió en una fuente importante del crecimiento económico del país. No obstante, la inserción de México al comercio internacional fue generando presiones inflacionarias y desequilibrios estructurales, que obligaron a la autoridad monetaria a devaluar el peso en 1948 y 1956.

El ajuste del tipo de cambio real en 1948, permitió que se estabilizaran los precios, ello generó certidumbre para avanzar en el proceso de sustitución de importaciones (ver gráfica 1). La expansión del gasto público en infraestructura básica y gasto social contribuyeron de forma determinante para mantener un crecimiento promedio anual del PIB de entre 4 y 7 por ciento (ver gráfica 1), tasa mayor a las registradas por las economías latinoamericanas más grandes como Argentina, Brasil y Chile en ese mismo año. En 1956, reaparecieron las presiones inflacionarias provocadas en parte por expansión del gasto público deficitario y el incremento de la deuda pública. Ello explicaba la disminución acelerada de las reservas internacionales y el fuerte desequilibrio en la balanza de pagos. Ante tal situación, la autoridad monetaria optó por devaluar el tipo de cambio en 1956, que pasó de 8.65 a 12.50 pesos por dólar (ver Gráfica 1), con la finalidad de generar condiciones que promovieran la recuperación de la economía. Esta medida marcó el inicio del período conocido como el desarrollo estabilizador, que va de 1957 a

1970, que se caracterizó por el crecimiento económico sostenido y estable, ya que al mismo tiempo que el producto crecía a tasas altas se mantenía la estabilidad en precios y del tipo de cambio.



3.1.2. Crecimiento económico con estabilidad monetaria: 1957-1970

En el contexto de la reconstrucción de los países que participaron en la Segunda Guerra Mundial y la guerra de Corea, la economía mexicana inició una segunda etapa de crecimiento económico, pero ahora acompañada de estabilidad monetaria. Durante esta etapa, que comprende los años 1957-1970, la política económica estableció el crecimiento económico sostenido como la condición para mantener la estabilidad monetaria. Para lograr este objetivo, en 1957 se aplicó un programa de largo plazo denominado *Programa de Desarrollo Económico y Social*, para crear las condiciones que permitieran alcanzar el crecimiento económico estable y sostenido en el largo plazo. Para ello, se incrementó la inversión pública y se elevaron los salarios reales con el propósito de estimular y expandir el gasto

privado en consumo e inversión, dos componentes fundamentales de la demanda agregada. Mediante la expansión de ésta, el gobierno indujo efectos multiplicadores sobre la actividad económica y la productividad de los factores productivos, que se reflejaron en un mayor nivel del ahorro interno y estabilidad monetaria y cambiaria, así como en una mejora en la distribución del ingreso a favor de los salarios (Green, 1981).

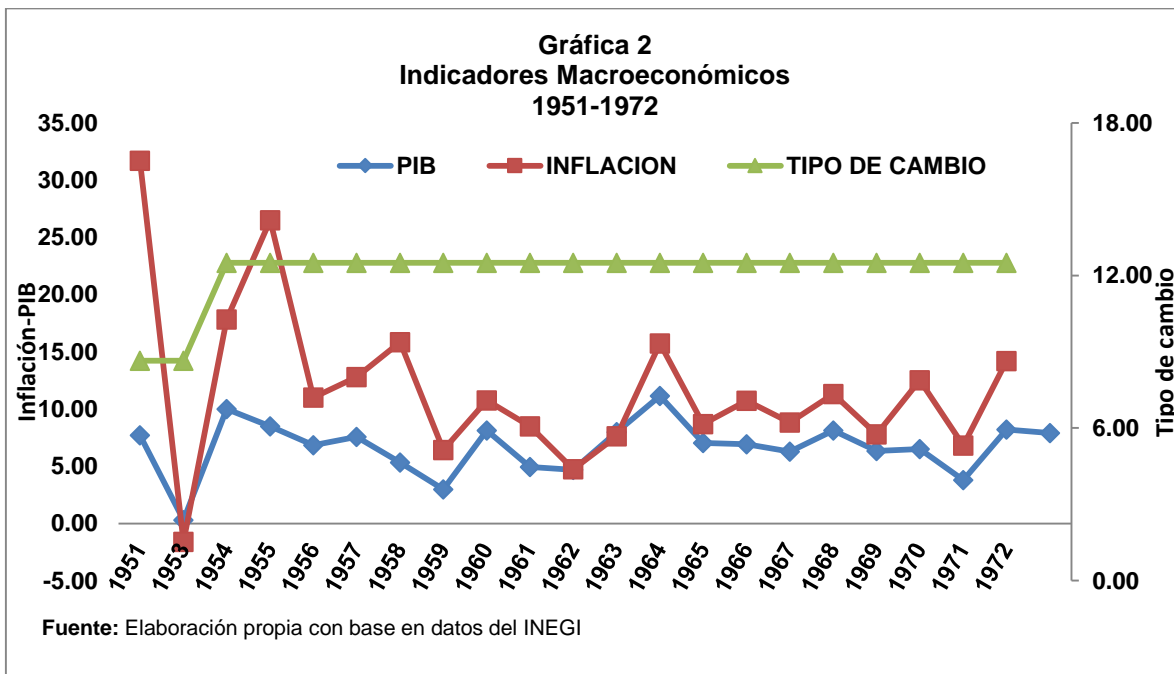
La instrumentación de medidas fiscales activas por el lado del gasto y del ingreso, fueron determinantes en el dinamismo de la actividad económica. El incremento del gasto público deficitario generó dos efectos positivos. Por un lado, mediante la inversión pública, el gobierno construyó la infraestructura básica necesaria para asegurar la valorización y rentabilidad de la inversión privada; por el otro, mediante el gasto social, que contribuyó para expandir el mercado interno, en particular, mediante la transferencia y subsidios a los grupos sociales mayoritarios. De la misma forma, la política de ingresos estimuló la expansión de la demanda agregada. A través de bajos precios de insumos y bienes públicos y exenciones tributarias, se estimulaba la inversión privada, ya que se aseguraba niveles de ganancia atractivos.

En general, la intervención del Estado en la actividad económica fue un factor determinante en la política del *desarrollo estabilizador*, ya que no sólo aseguró la provisión de los servicios públicos y la infraestructura básica que demandaba el acelerado proceso de industrialización y la modernización, sino también estimuló el gasto privado en consumo e inversión. Cabe recordar que durante esta etapa, el contexto internacional fue altamente favorable para la economía mexicana, pues la mayoría de las economías crecían a tasas elevadas, las tasas de interés internacionales eran relativamente bajas y estables y predominaban los tipos de cambio fijo. Ello explica que las presiones inflacionarias fueran mínimas; además que no se produjeron choques externos adversos de consideración.

Durante el período 1957-1970, la tasa de crecimiento promedio del PIB fue del 6 por ciento y la tasa de inflación del 3 por ciento (ver Gráfica 2); es decir, el objetivo de crecimiento con estabilidad se logró. Sin embargo, a mediados de la

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

década los sesenta, se manifestaron las primeras señales de agotamiento del modelo sustitutivo de importaciones cuyo principal indicador fue la crisis del sector agrícola, particularmente del sector productor de granos básicos. A esto se sumó el deterioro de las finanzas públicas y de la balanza de pagos, las presiones inflacionarias por el lado de la oferta, la contracción de la demanda agregada provocada por la caída de los salarios reales y la alta concentración del ingreso. Esta situación deterioró la situación social, lo que finalmente condujo a la pérdida del consenso social y legitimidad del Estado mexicano.



El período 1957-1970 representó la madurez del modelo sustitutivo de importaciones, ya que se avanzó en la sustitución de importaciones de bienes intermedios y ciertos bienes de capital, lo que estimuló la expansión de la inversión privada al mismo tiempo que se obtuvieron altos niveles de ganancia. A pesar de este avance las importaciones de bienes intermedios y de capital no disminuyeron, debido a problemas tanto técnicos como financieros (Brother y Solís, 1967). En el primer caso, fue consecuencia de la complejidad tecnológica de las plantas productoras de bienes de capital, que se caracterizaron por su alto volumen de producción y su tecnología indivisible. En el segundo, porque la construcción de

estas plantas requirió de grandes montos de inversión. De ahí que se necesitara de una demanda creciente de este tipo de bienes para que pudiera aprovechar las economías de escala de esos años.

La intervención del Estado en la economía tuvo como objetivo contrarrestar los desequilibrios mediante la regulación del comercio externo y el mercado interno de bienes y servicios básicos. En este sentido, la inversión pública en el sector agrícola y otros sectores productivos y distribuidores de alimentos básicos, así como el gasto en bienestar social cumplieron un papel fundamental. El mismo efecto tuvo la constitución del marco institucional en el ámbito social y agrario, pues la creación de instituciones de educación, salud y servicios básicos contribuyó a mantener el poder adquisitivo y el nivel de vida de la clase trabajadora y por lo tanto, evitar conflictos sociales. La política económica que sostuvo este modelo de crecimiento se basó en la combinación de políticas fiscales y monetarias activas, en particular la expansión del gasto público deficitario financiado mediante el incremento de la oferta monetaria y el endeudamiento externo (Ortiz, 2003). Por su parte, la liquidez fue controlada mediante el encaje legal y los controles de crédito, que cumplieron la función de proveer de crédito a las actividades económicas prioritarias, como el sector ejidal productor de granos básicos y la pequeña y mediana empresa, que por sus características económicas no eran sujetas de financiamiento de la banca comercial.

A medida que disminuyó el gasto público, el crecimiento del PIB se debilitó y la distribución del ingreso se agudizó; por lo que la inversión privada mostró un crecimiento más lento y el sector agrícola entró en crisis, en particular el sector productor de granos básicos. Paralelamente, la inversión extranjera se colocaba en sectores dinámicos y altamente rentables; abriendo aún más la brecha entre las ramas tradicionales y modernas y, por lo tanto, acentuando la heterogeneidad de la estructura productiva del país. Por otro lado, el sesgo anti-exportador limitaba la diversificación de mercancías y el destino de las exportaciones; de tal forma que la generación de divisas seguía dependiendo de las exportaciones de bienes primarios

y agropecuarios a Estados Unidos y de la balanza de turismo lo que sumado a los elevados coeficientes de importaciones agudizaron el déficit del sector externo.

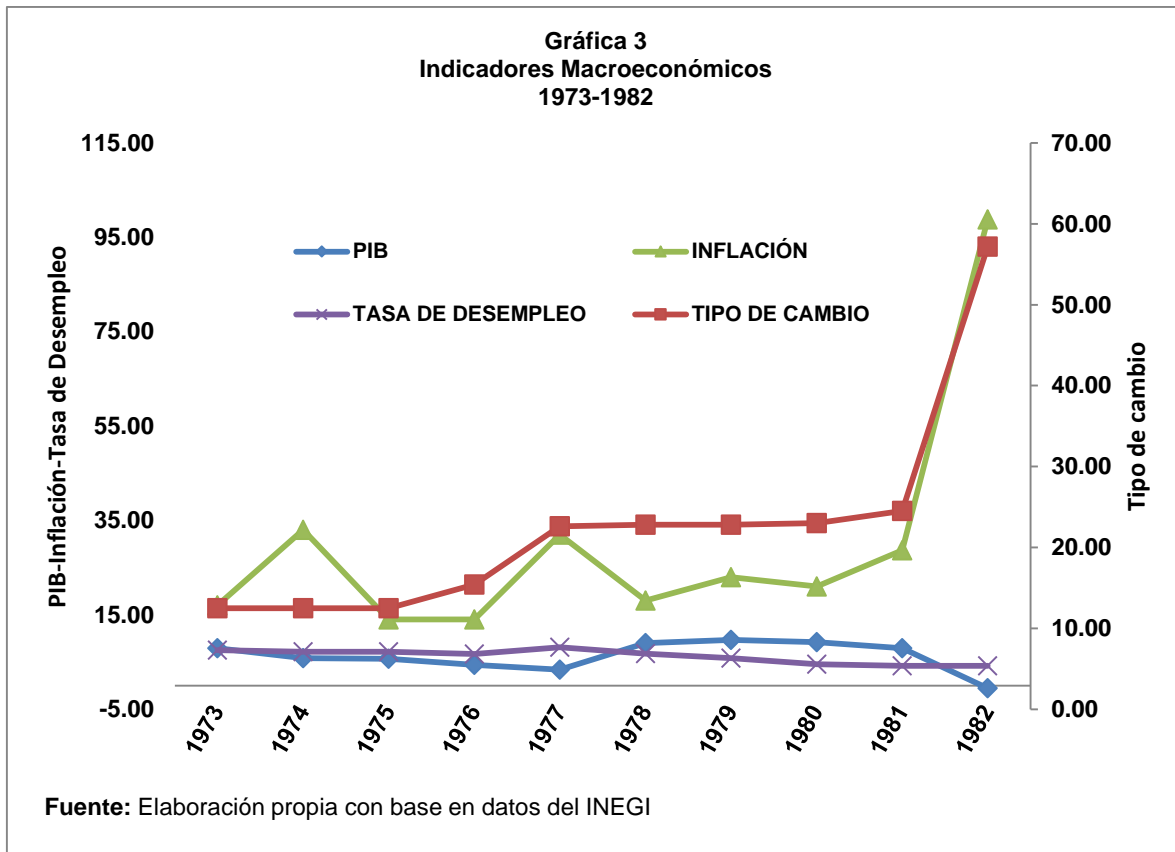
3.2 Agotamiento del modelo sustitutivo de importaciones. Recesión e inestabilidad monetaria: 1971-1982.

En este contexto macroeconómico, el gobierno de Luis Echeverría se propuso avanzar en la sustitución de importaciones de bienes de capital, mediante el fortalecimiento de cadenas productivas y la innovación tecnológica en el sector industrial. Asimismo, se reconocía la fuerte caída de la demanda agregada de la clase trabajadora como consecuencia de la concentración del ingreso. Para enfrentar esta situación la expansión del gasto público fue financiado con deuda externa, dada la caída de los ingresos públicos. Esta estrategia permitió que el PIB creciera de 3.8 en 1971 a 8.20 por ciento en 1972 (ver Gráfica 3). Sin embargo, la expansión del gasto público se enfrentó a la limitante de los ingresos, de ahí que el esfuerzo presupuestario se viera frenado en los últimos años de este sexenio.

A partir de 1973, la economía mexicana inició un proceso de desaceleración con la caída del PIB de 7.9 en 1973 a 5.8 por ciento en 1974; alcanzando su nivel más bajo en 1977, con una tasa de 3.4 por ciento (ver gráfica 3). Esta fue la tasa de crecimiento más baja desde 1959, a lo que se sumaron los efectos recesivos de finales de 1976. El incremento de la inflación se reflejó de inmediato, al pasar de 14 por ciento en 1975 a 32 por ciento en 1976; en tanto que la tasa de desempleo aumentó de 6.7 por ciento en 1976 a 8.1 por ciento en 1977 (ver Gráfica 3).

Dada la magnitud de los desequilibrios estructurales, el esfuerzo presupuestal presentó límites para reactivar la economía sobre bases sólidas. La recesión de 1976 dejó claro la vulnerabilidad del aparato productivo y la fragilidad financiera del gobierno, ya que fue evidente que la economía mexicana presentaba graves desequilibrios estructurales que amenazaban con llevarla a crisis recurrentes. Dichos desequilibrios fueron: a) el déficit crónico del sector externo cuya corrección, requería de ajustes en el tipo de cambio que elevaban las presiones inflacionarias;

b) alta dependencia tecnológica; c) dependencia creciente del endeudamiento externo; d) fragilidad de las finanzas públicas ante la ausencia de una reforma fiscal y; e) heterogeneidad del aparato productivo que se reflejan en problemas de oferta agregada y generó presiones inflacionarias.



La irrupción de la crisis que provocó la devaluación del peso, y que amenazaba con convertirse en una profunda crisis, fue superada casi de inmediato gracias a los recursos provenientes de los elevados volúmenes de exportaciones de petróleo. En 1978 aparecieron dos factores favorables: el descubrimiento de grandes reservas de petróleo, que prometían una alta afluencia de divisas, a través de la exportación de crudo y la mayor disponibilidad de recursos financieros en los mercados financieros internacionales, particularmente con el otorgamiento de créditos a las economías exportadoras de petróleo, pues los ingresos

extraordinarios provenientes de las exportaciones de éste, garantizaban el endeudamiento externo de dichas economías.

En este contexto, el gobierno de López Portillo dejó de lado el programa de estabilización que había acordado con el Fondo Monetario Internacional (FMI), e instrumentó la estrategia de expandir el gasto público en el sector petrolero; induciendo un crecimiento acelerado que sobrecalentó a la economía. Las presiones inflacionarias, el elevado peso del servicio de la deuda externa y el grave deterioro del sector externo condujeron a una situación insostenible, pues el alto crecimiento del producto se sostenía sólo en el sector petrolero y la exportación de crudo. Así el boom petrolero concibió la posibilidad de concluir la estrategia económica para concluir la sustitución de importaciones y generó las condiciones de fragilidad financiera que provocaron las crisis de 1982, una de las crisis de mayor dimensión en México.

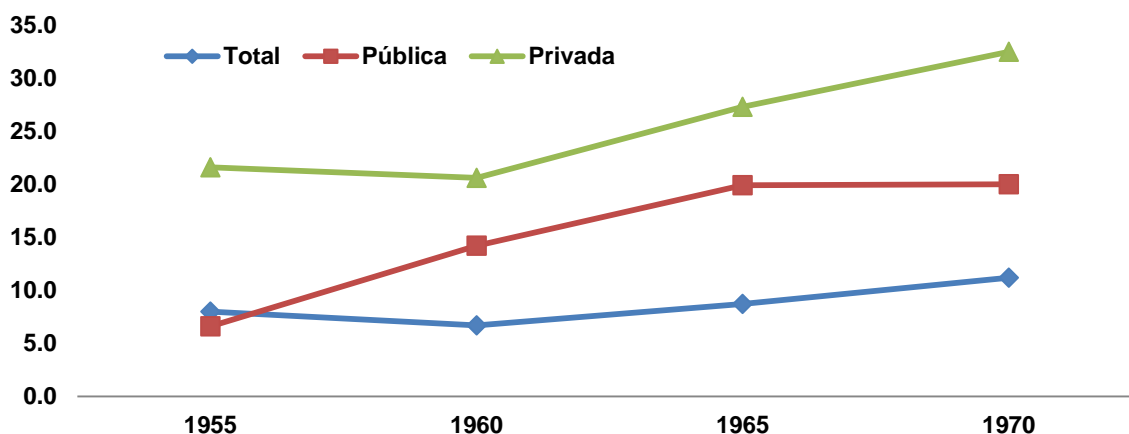
La estabilización de la economía en el periodo 1983-1984 se logró mediante la contracción de la demanda agregada, que significó la caída de la actividad económica de -0.55 por ciento. Esta caída estimuló la recuperación económica que registró entre 1972-1974, para entrar en un ciclo económico altamente irregular a partir de 1979 y hasta 1982; marcando en este último año un cambio relativo en la conducción de la política económica.

3.3. Financiamiento de la inversión y la formación bruta de capital

A partir de 1958, y hasta la primera mitad de la década de los años sesenta, la dinámica de la economía mexicana estuvo determinada por la expansión del gasto público, que mantuvo un déficit moderado. Las grandes obras de infraestructura estimularon la expansión de la inversión privada, Este efecto de arrastre se reflejó en el incremento de la formación bruta de capital fijo total que en el período de 1960 a 1965 creció 8.7 por ciento (ver Gráfica 4), dinamismo que prevaleció hasta 1970. Las economías de escala que generó la inversión pública en

infraestructura básica, así como los efectos de complementariedad entre ésta y la inversión privada, no sólo permitieron la valorización del capital privado, sino que aseguró una alta rentabilidad. De tal forma se puede sostener que entre 1950-1965 la inversión pública generó un efecto crowding in (Levy, 2001).

Gráfica 4
Formación Bruta de Capital Fijo
variación porcentual

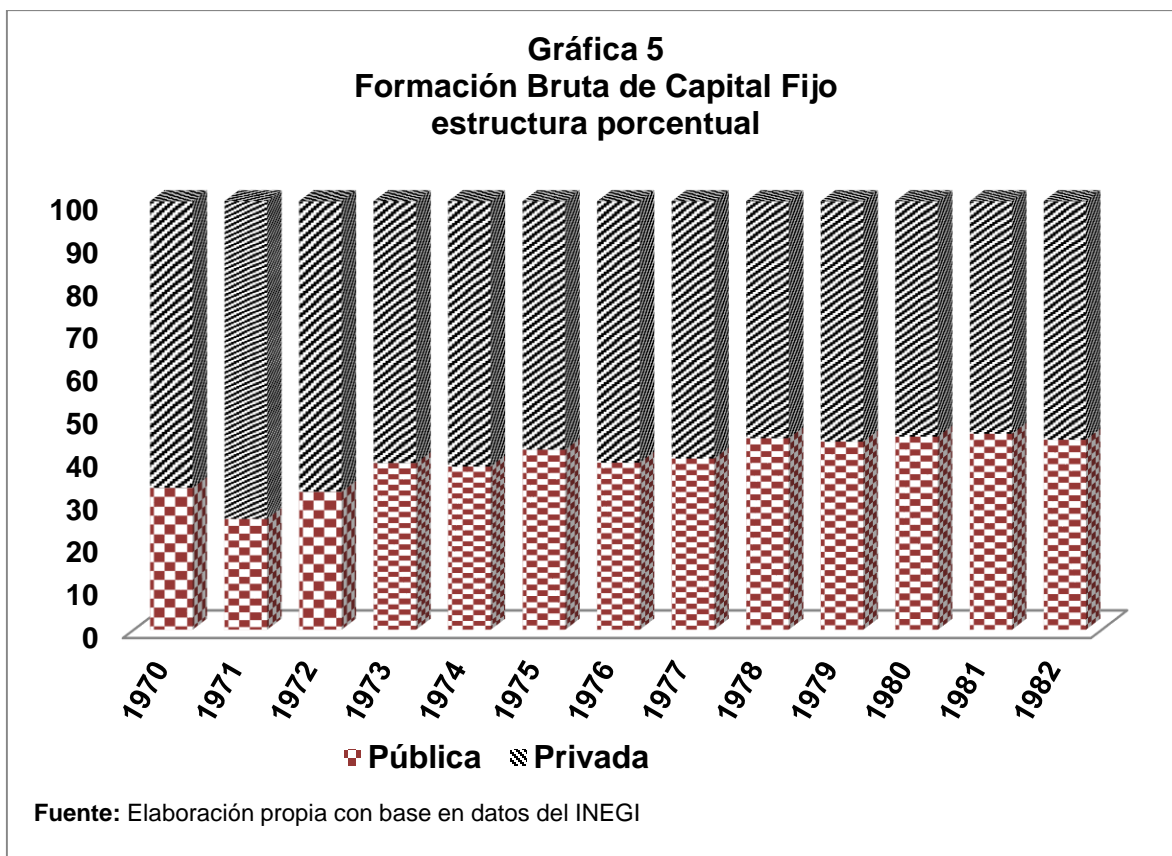


Fuente: Elaboración propia con base en datos del INEGI

Para la década de los años setenta, las condiciones de estabilidad monetaria en los mercados internacionales habían cambiado; los mercados financieros presentaron alta volatilidad e inestabilidad, lo que condujo al derrumbe del sistema de Bretton Woods y, con ello, a la eliminación del régimen cambiario de paridad fija. En efecto la alta volatilidad en las tasas de interés externas terminó por debilitar el modelo de sustitución de importaciones (Juárez y Sánchez, 1995).

Si bien la participación de la FBKF pública se elevó en la FBKF total a partir de 1978, la relación complementariedad y los efectos multiplicadores que ésta genera se elevaron, debido a que la misma se concentró en el sector petrolero. En consecuencia el efecto *crowding in* que se registró en el periodo 1950-1970 desaparece para esta etapa 1978- 1982.

A partir de 1976 se presentó una caída en el volumen de la inversión pública, como consecuencia de la devaluación de la moneda y la disminución en los ingresos públicos ya que de representar el 41.90 por ciento del total de la inversión total en 1975, pasó a 38.86 por ciento, pero la inversión privada mostró un repunte importante ya que en ese mismo período pasó de 58.10 a 61.14 por ciento (ver grafica 4). Entre 1977 y 1982, se presentó un incremento significativo en la formación bruta de capital fijo en todas las áreas, especialmente en aquellas relacionadas con la explotación del petróleo y la FBKF que pasó de 39.38 por ciento del total a 45.63 por ciento en 1982, lo cual deja ver la gran participación del Estado que contribuyó al crecimiento económico que se presentó en ese período (ver Gráfica 5).



El Estado buscó orientar el ahorro que la economía generaba hacia diferentes actividades productivas. Para ello, aplicó una política de selección del crédito, y los instrumentos que utilizó fueron: i) el encaje legal; ii) los fondos de fomento; y iii) las

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

instituciones nacionales de crédito². Hasta 1982, los mecanismos monetarios compensatorios que se aplicaron durante la década de los años sesenta, fueron el encaje legal, el control sobre las tasas de interés activas, así como el financiamiento otorgado por la banca de desarrollo.

La banca de desarrollo reforzó la canalización de recursos a sectores económicos prioritarios, como la producción de granos básicos y a la pequeña y mediana empresa. Así el crédito comercial se complementó con el financiamiento de la banca de desarrollo y el aprovechamiento de las empresas el financiamiento a proyectos de inversión tanto públicos como privados; dentro de este sector destacan: i) Nacional Financiera; y ii) Banobras. La banca de desarrollo operaba con recursos externos obtenidos mediante préstamos internacionales y recursos públicos. Las grandes empresas aprovecharon los recursos que obtenían del crédito otorgado por la banca de desarrollo, la banca comercial y el autofinanciamiento.

Durante el período 1950-1960, el financiamiento de la banca comercial contribuyó de manera importante al cumplimiento de las metas fijadas por el modelo de sustitución de importaciones. En su conjunto, la banca privada y mixta otorgaron el 39 por ciento del total y la banca de desarrollo el 31 por ciento del crédito total en el año de 1949. En el período de 1950 a 1959 esta tendencia se mantuvo, para 1960 la banca nacional incrementó su financiamiento de manera importante, ya que representó el 40 por ciento del total. En el período 1966-1975 se mantuvo el ritmo de financiamiento por parte de la banca privada mixta pero con la crisis y

² Los recursos del encaje legal, que se depositaban en el Banco de México, además de regular la liquidez y parcialmente financiar el gasto público, podían ser utilizados para fomentar ciertas actividades prioritaria mediante los fondos de fomento. Los bancos cubrían parte del requisito de encaje legal, operando créditos a través del sistema de fideicomisos de fomento, que el gobierno federal estableció en el Banco de México y en Nacional Financiera. Estos fideicomisos funcionaban como bancos de segundo piso, que redescataban a tasas preferenciales los préstamos que la banca privada otorgaba a las actividades que se buscaba fomentar. Los principales fondos de fomento fueron: Fondo de Operación y Descuento Bancario a la Vivienda (FOVI); Fondo de Garantía y Apoyo a los Créditos para la Vivienda (FOGA); Fondo para el Fomento a las Exportaciones de Productos Manufacturados (FOMEX); Fondo de Garantía y Fomento a la Industria Mediana y Pequeña (FOGAIN); Fideicomisos del Gobierno Federal Instituidos en el Banco de México en Relación con la Agricultura (FIRA); y Fondo de Promoción de Infraestructura Turística (INFRATUR). Los inversionistas también disponían de financiamiento a tasas de interés subsidiadas y a amplios plazos de vencimiento, que la banca del Estado los proporcionaba. Nacional Financiera, por su parte siguió apoyando al desarrollo de la industria en México.

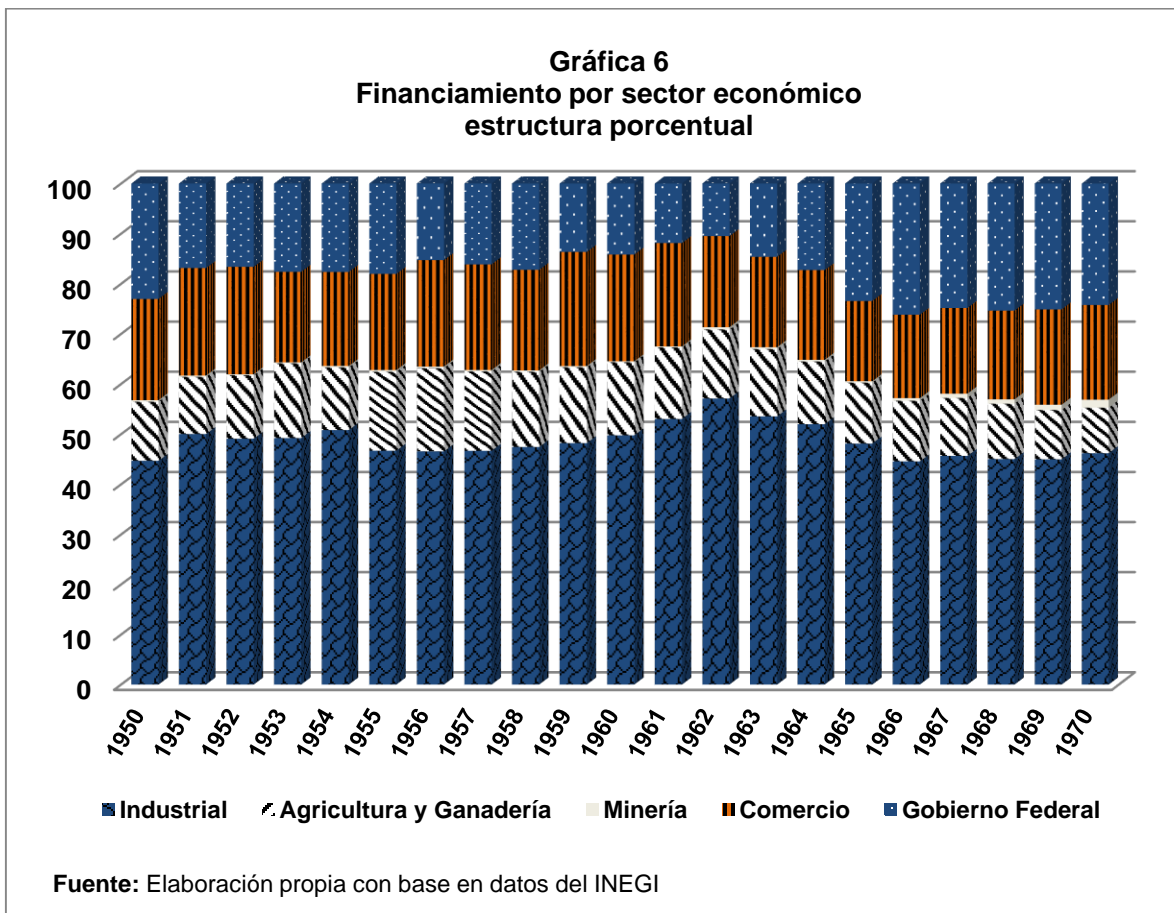
devaluación de la moneda de 1976 disminuyó (ver gráfica 4). Por su parte, el financiamiento externo implicó un apoyo adicional para las empresas privadas, ya que la banca de desarrollo canalizó los recursos asumiendo el riesgo cambiario al captar en dólares y prestar en pesos (Gómez, 2007).

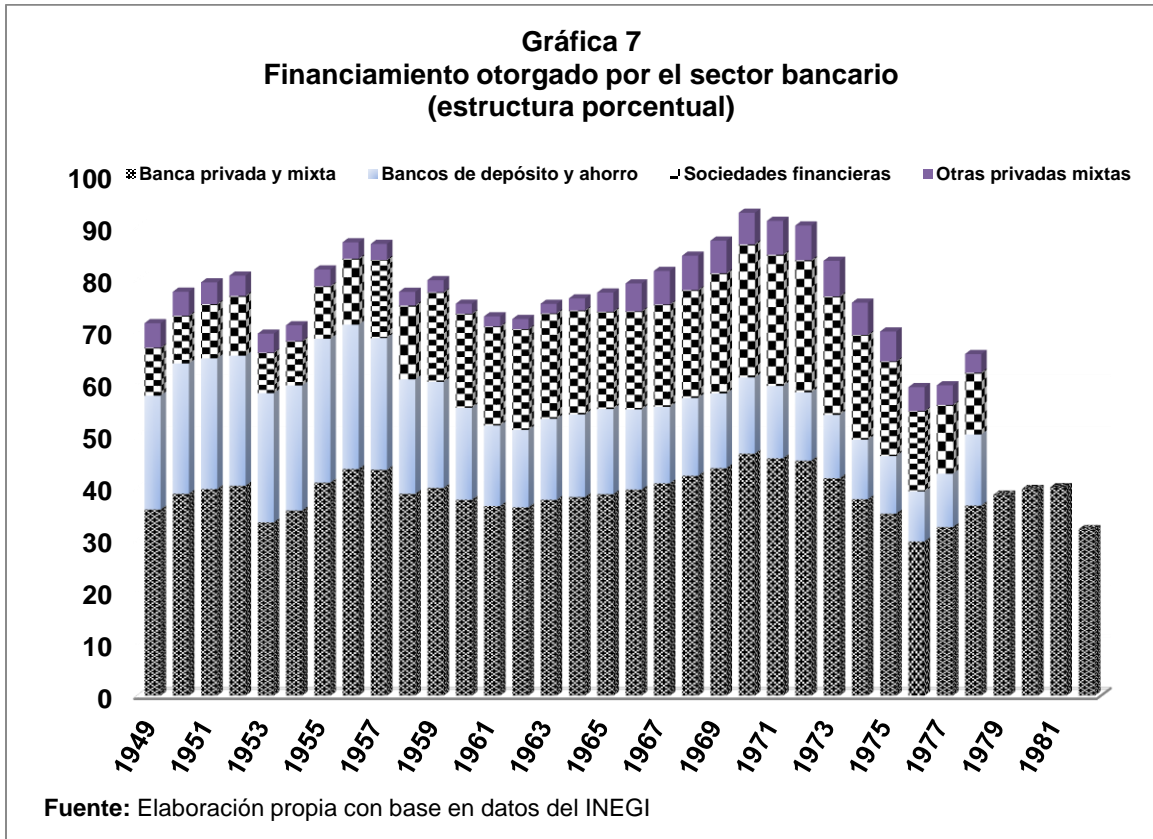
La banca comercial captó fondos en el mercado local para atender las demandas de financiamiento para capital de trabajo de las empresas. Esta asignación favoreció a las grandes empresas vinculadas patrimonialmente con el banco o por la importancia de sus cuentas (Quijano, 1981). Otro segmento financiero fueron las sociedades financieras, que en su mayoría eran propiedad de los bancos comerciales, aunque dicha vinculación no era explícita debido a que no estaba autorizada en la legislación financiera. Estas sociedades financiaban principalmente las compras de bienes durables y parte del financiamiento del déficit público, sus fondos provenían principalmente de los inversionistas nacionales y extranjeros y en menor medida de los bancos comerciales que canalizaron parte de sus recursos a estos mercados (Levy, 2001).

El desarrollo del sector bancario se acompañó de un proceso de concentración de las operaciones en pocas instituciones, que constituyeron grupos financieros al conjuntar a sociedades de ese mismo rubro bajo el control de los bancos. La estabilidad monetaria que se registró durante este período permitió que se incrementara la captación de recursos de renta fija; de tal forma que los bancos canalizaron recursos a proyectos de inversión y no sólo de capital de trabajo (Cárdenas, 1996). A ello se sumó la estabilidad de precios internos y del tipo de cambio, la libre convertibilidad de la moneda y el financiamiento no inflacionario del gasto que estimularon la expansión del financiamiento de la banca comercial. En este sentido el índice de profundización financiera pasó de 14.5 por ciento en 1959, a 34 por ciento en 1970 (Tello, 1984).

En el período 1960-1970 el financiamiento concedido por la banca tuvo un crecimiento en un promedio anual de 18.13 por ciento, ante la ausencia de un

mercado de capitales desarrollado, el crédito bancario se convirtió en la principal fuente externa de recursos, para la mayoría de las empresas. Por su parte, la falta de un mercado de valores gubernamentales, la deuda externa, la emisión de dinero y el crédito de la banca comercial financiaron el déficit presupuestal. El principal destino del financiamiento bancario en este período fue el sector industrial ya que representó casi 49.9 por ciento del total del financiamiento otorgado por ese sector (ver gráfica 6), y el Gobierno Federal fue el segundo destino más importante ya que este fue casi el 20 por ciento del total del financiamiento, lo que evidenció que el financiamiento bancario se convirtió en una fuente importante de financiamiento para el Gobierno y las empresas (ver Gráfica 7).





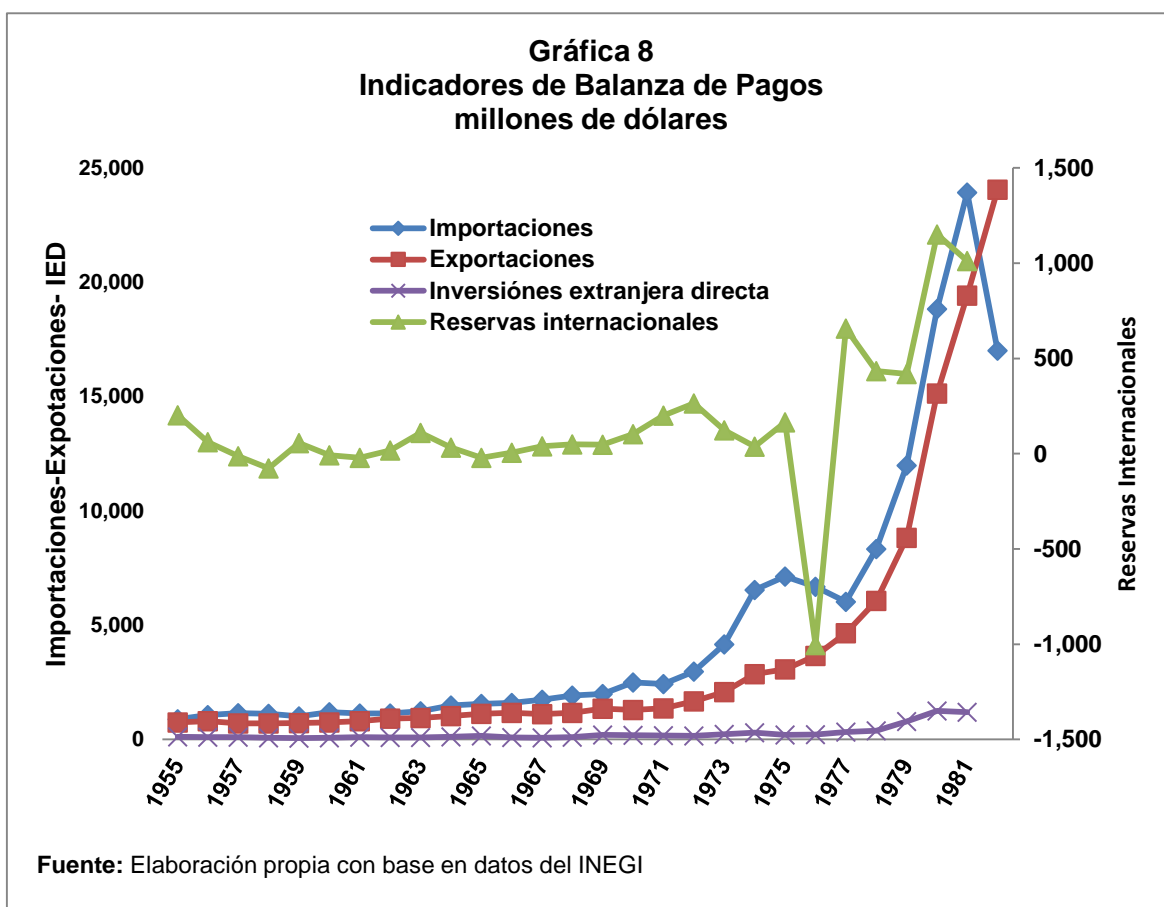
3.4. El desequilibrio estructural del sector externo

A partir de 1958, el principal objetivo de la autoridad económica estuvo encaminado a controlar el déficit público y disminuir la inflación, con el propósito de evitar turbulencias monetarias. Para ello se mantuvo estable el tipo de cambio, a pesar que el efecto negativo sobre las exportaciones se elevara a partir de 1965. Después de 22 años de estabilidad cambiaria, la devaluación de 1976 condujo a la economía mexicana a una severa recesión; sin embargo el auge petrolero permitió superar las restricciones de balanza de pagos, para entrar en un ciclo de crecimiento acelerado, estimulado por la expansión de la inversión pública en el sector petrolero basado en el financiamiento externo.

A partir de 1978, las reservas internacionales se recuperaron debido a los ingresos provenientes de las exportaciones de petróleo; además, en ese mismo año inició la colocación de Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), cuyo

principal objetivo consistió en coadyuvar al financiamiento del déficit, aunque para 1982 y como resultado de la crisis, las reservas cayeron en 3184.7 millones de dólares, lo que agravó la situación del sector externo y el comportamiento del tipo de cambio.

Hacia finales de 1981 la situación de la balanza comercial se complicó aún más debido al debilitamiento y disminución las exportaciones de petróleo y a la situación financiera internacional incierta, lo que llevó a incrementar el déficit comercial en 1980 de 3,698.30 a 4,510 millones de dólares en 1981, generando un efecto negativo tanto en las reservas internacionales como en el nivel de inversión extranjera; sumado a ello la fuga masiva de capitales que se presentó a principios de 1982 culminaron en llamada crisis de la deuda (ver Gráfica 8).



3.5. Estabilización ortodoxa y contracción del gasto público

Durante el desarrollo estabilizador el gasto público se constituyó en el motor del crecimiento económico, en los primeros años tuvo como objetivo estimular éste mediante la inversión destinada a la creación de obras de infraestructura básica, en particular carreteras, puentes, presas, etc. Por otro lado, se elevó el gasto social así como los subsidios y transferencias para el consumo de bienes básico; además de la inversión para la creación de instituciones de salud y educación. La combinación del gasto de capital y gasto social explicaron en gran medida las altas tasas de crecimiento (Mena, 1969).

El ejercicio del gasto público durante este período enfrentó cuatro retos: 1) contar con procedimientos y mecanismos más eficientes para el control y la asignación del gasto público; 2) mejorar los esquemas para el pago de salarios y compensaciones del personal del gobierno; 3) mejorar el control del gasto en inversión de las dependencias gubernamentales; y 4) mejorar el control del presupuesto del sector paraestatal en lo referente al gasto y al endeudamiento. El gasto público en inversión se destinó principalmente al fomento agropecuario, construcción de infraestructura básica y de comunicación. El gasto social también cumplió un papel central en el crecimiento económico pues la creación de instituciones de salud y educativas potenciaron el desarrollo industrial. En este sentido, el gasto público en fomento económico y social actuó como palanca del desarrollo del país, en particular del sector industrial.

El modelo de sustitución de importaciones tuvo como objetivo de largo plazo impulsar el crecimiento y desarrollo de la economía, la estrategia central fue la activa participación del Estado en la economía, a través del gasto público. En el período de 1955 a 1960, el gasto total representó el 8.37 por ciento del PIB donde el gasto corriente fue 6.57 por ciento, pero cabe mencionar que en éste se incluyó al rubro de transferencias lo que acentuó su importancia y el gasto de capital representó el 1.54 por ciento del PIB, por lo que se establecieron las condiciones necesarias para

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

estimular la economía y el PIB que en ese período tuvo un crecimiento promedio 6.56 por ciento.

Respecto a la evolución global, el gasto total del gobierno pasó de 9.59 % del PIB en 1959 a 11.85 % en 1970, este incremento se dio principalmente por el aumento del gasto social específicamente en el desarrollo de la infraestructura agropecuaria, educación, salud y seguridad social. Lo anterior, con el propósito de mejorar las condiciones de vida de la sociedad y promover el crecimiento económico, mediante el carácter redistributivo de las finanzas públicas.

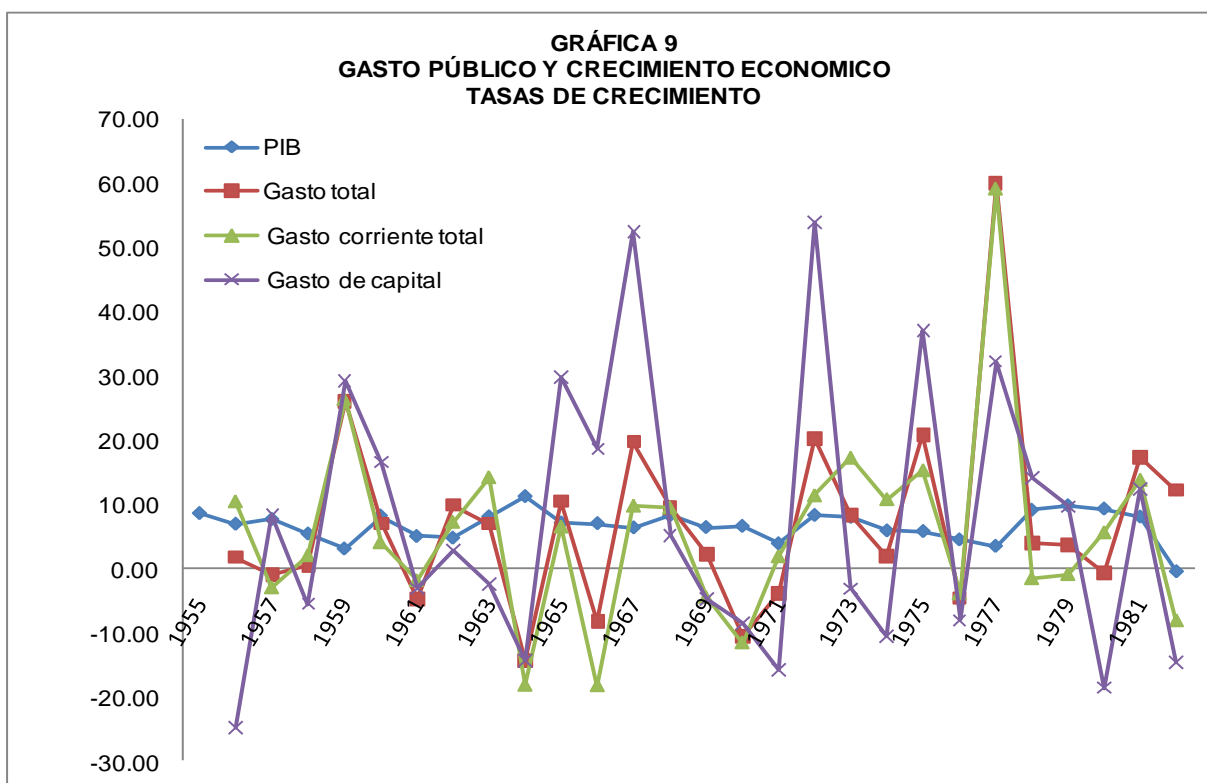
A principios de la década de los años setenta, los responsables de la política económica enfrentaron el dilema de seguir sosteniendo el ritmo de crecimiento en detrimento del equilibrio interno y externo, o desacelerar la economía para reducir presiones internas y externas pero con mayor índice de desempleo. El gobierno optó por la segunda alternativa, es decir, por una reducción de la demanda agregada mediante la aplicación de políticas fiscal y monetaria restrictivas. La disminución de las presiones inflacionarias, fue resultado de la contracción en la actividad económica. No obstante, la recesión que se registró en 1971 obligó al gobierno a expandir el gasto público deficitario financiado con endeudamiento externo, dicho aumento si bien contuvo el incremento del nivel general de precios y se revirtió la tendencia ascendente del déficit de la cuenta corriente al pasar de 945.9 millones de dólares en 1970 a 726.4 en 1971, también provocó una recesión.

Las limitaciones reales que enfrentó la economía mexicana a finales de los años sesenta se hicieron evidentes en 1971 y actuaron como catalizador para un cambio en el modelo de desarrollo. El crecimiento fue de 3.8 por ciento, mientras en el año anterior fue de 6.5 por ciento. En este sentido el gobierno expandió nuevamente gasto público, y que tuvo restricciones para su financiamiento; no obstante, a pesar de haber desechado en el último momento una nueva reforma fiscal, el gobierno contó con el Banco de México para proveerle los recursos necesarios.

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

En 1972 el crecimiento del PIB fue resultado del incremento del gasto público el cual pasó de 11.38 por ciento del PIB en 1971 a 13.75 en 1972. Este crecimiento se hizo presente en prácticamente toda la década de los años setenta ya que el crecimiento promedio del gasto público fue 19.88 por ciento con respecto del PIB comparado con el período de 1960-1969 que represento el 11.09 por ciento.

El déficit fiscal creció de 3.6 por ciento en 1972 a 8.9 por ciento del PIB en 1975. El exceso de demanda generó crecimiento pero también un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y la consecuente presión sobre el peso. La inflación que acompañó la expansión del gasto sobrevaluó la moneda, lo que exacerbó el desequilibrio externo.



En 1978 se inició un proceso de recuperación en el PIB en donde la tasa fue de 9 por ciento, esto como consecuencia del auge petrolero y el incremento del gasto público, en donde, el gasto de capital pasó de 6.47 por ciento en 1977 a 8.09

por ciento como proporción del PIB en 1979 (ver Gráfica 9). Por otro lado la participación del Estado en la economía fue dinámica, el promedio del gasto corriente como porcentaje del gasto total representaba el 59.66 por ciento en contraste al 23.36 por ciento del gasto de capital (ver Gráfica 9), lo cual muestra el tamaño del sector público. A lo anterior se sumaron los desequilibrios a nivel internacional, la caída de los precios del petróleo y la consiguiente disminución de los ingresos públicos lo cual incrementó el déficit público generando una profunda caída del PIB ya que de 7.95 por ciento en 1981 cayó a -0.55 por ciento en 1982, lo que posteriormente desencadenó una aguda y profunda crisis en la economía mexicana.

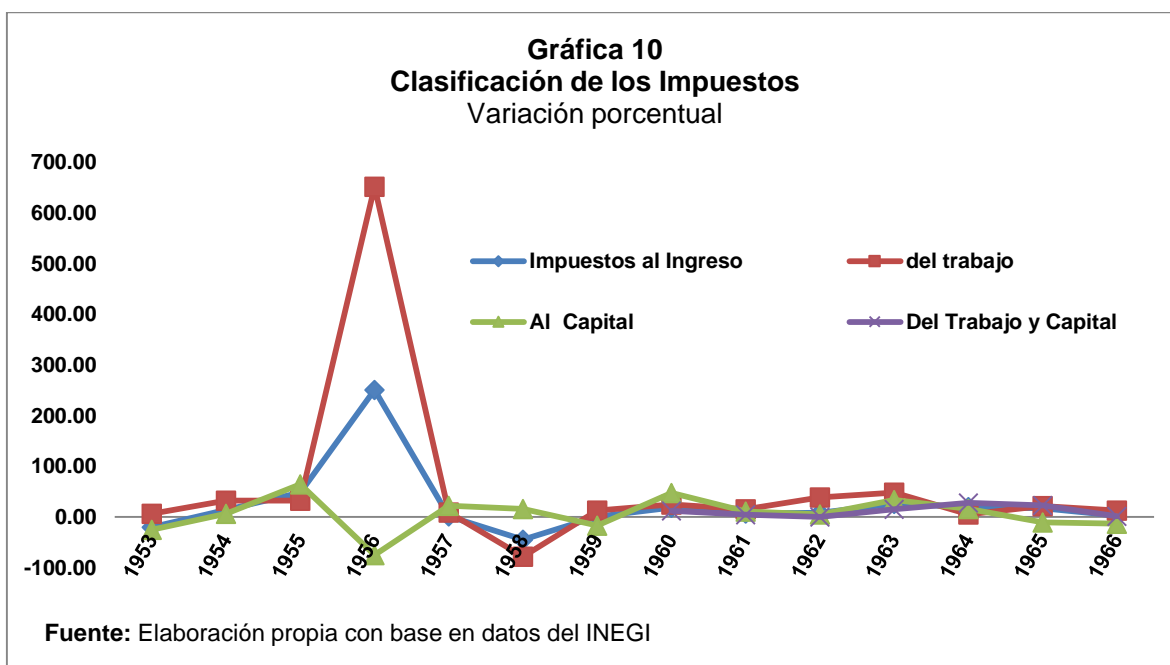
3.6. El deterioro de las finanzas públicas y la caída de los ingresos públicos.

El diseño y la ejecución de la política tributaria durante esta etapa, tuvo como principal objetivo generar los recursos necesarios para financiar el gasto público que tenía como objetivo disminuir el déficit para que este no fuera financiado por la banca comercial. Durante el desarrollo estabilizador los ingresos corrientes representaron la mayor parte de los ingresos públicos, destacando el impuesto sobre la renta y el impuesto sobre productos mercantiles. Los impuestos sobre la producción y servicios, importación y exportación representaron una carga fiscal baja (Solís, 1999).

La reforma tributaria de 1955, buscó elevar la participación de los ingresos corrientes del Estado, para disminuir la dependencia de los ingresos provenientes del comercio exterior. Asimismo, se buscó fomentar la formación bruta de capital fijo mediante la reducción del impuesto a los ingresos del capital. Con estas medidas el gobierno pretendía un sano financiamiento del gasto público mediante fuentes propias que propusieran a su vez el incremento del ahorro y la inversión. Por otro lado, el establecimiento de impuestos específicos sobre las importaciones, el diseño y ejecución de la política tributaria, permitieron captar recursos para financiar la mayor parte del gasto gubernamental, de manera que los déficit resultantes fueran reducidos y en su caso financiados (Mena, 1969).

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

Desde sus inicios, el proceso de industrialización, el Estado subsidió, exentó de impuestos a las empresas con el objetivo de asegurar la rentabilidad de las inversiones del sector privado, tanto nacional como extranjero, para estimular el crecimiento económico. Ello impidió al gobierno realizar una reforma fiscal profunda, que le permitiera financiar el aumento del gasto público sin debilitar las finanzas públicas; los ingresos tributarios no presentaron un crecimiento significativo ya que en el período de 1959 a 1970 sólo representaban el 7.2 por ciento como proporción del PIB, comparado con el 11.57 por ciento de los ingresos de organismos y empresas descentralizados (ver gráfica 10), esto hizo necesaria una reforma fiscal que disminuyera las presiones de financiamiento del creciente gasto público y eliminara presiones a los ingresos públicos.



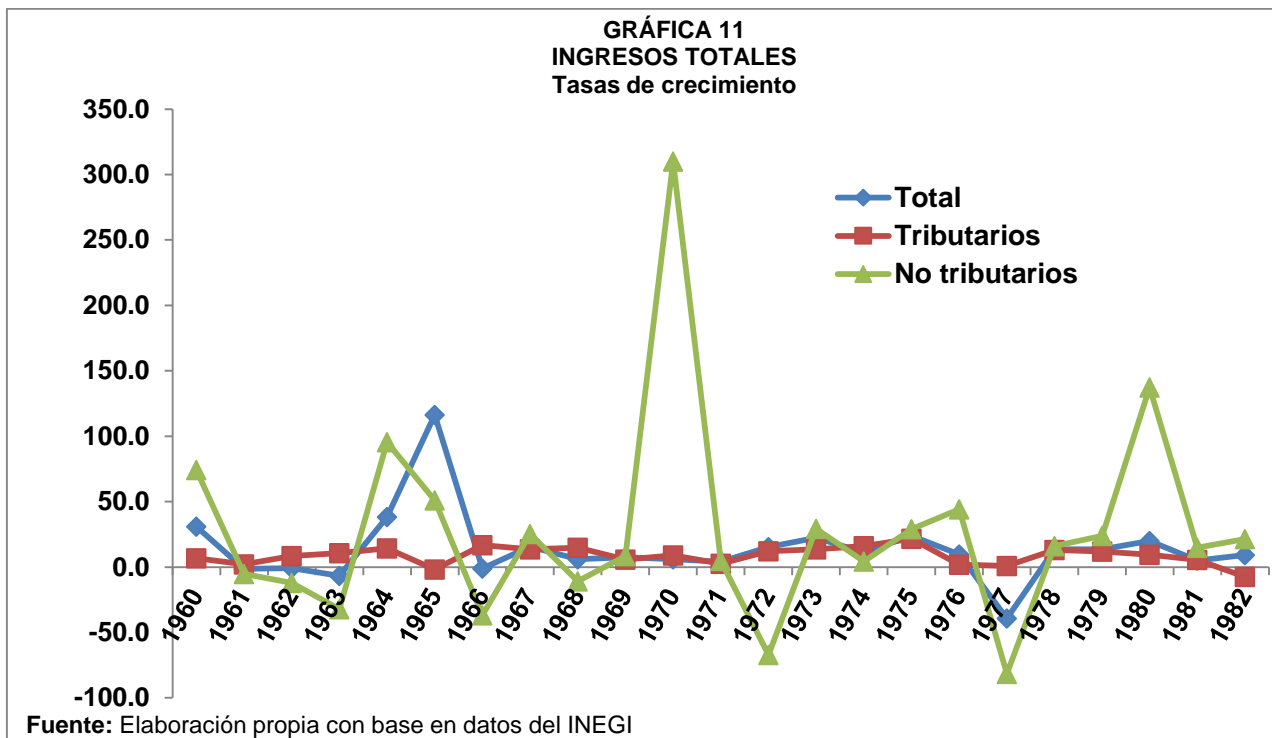
La realización de una reforma fiscal por un lado, implicaba disminuir las ganancias del sector empresarial privado y eliminar subsidios y por el otro, incrementar impuestos a la producción y elevar precios y tarifas del sector público al sector privado, sobre todo petróleo y electricidad. En efecto, desde el momento en que la reforma fiscal amenazaba los intereses de las clases económicas y políticas dominantes, cualquier intento de reforma quedó en proyecto. De hecho, el

sector empresarial presionó con una reducción de sus inversiones y amenazó con sacar sus capitales del país. El gobierno recurrió a la alternativa del endeudamiento (interno y externo), para financiar el déficit del sector público, comprometiendo con ello la soberanía del país.

Las distorsiones económicas que se registraron entre 1959-1961, condujo a una revisión del sistema tributario, con la finalidad de encontrar deficiencias en el sistema tributario, que condujo a la creación de métodos de depreciación acelerada para las inversiones, el incremento en la base impositiva y el reforzamiento de la progresividad en las tasas impositivas. Sin embargo, a pesar de que tanto los ingresos públicos totales, como los impuestos, aumentaron su participación en el PIB de 11 por ciento a 24 por ciento los ingresos totales y de 6.5 por ciento a 7.5 por ciento de los ingresos totales respectivamente entre 1958-1964 y 1964 -1970.

El ajuste en la política tributaria estuvo encaminado a promover la reinversión de utilidades y a la ampliación de los subsidios para favorecer los proyectos productivos; aunque la recaudación seguía siendo baja. En la Gráfica 10 se observa que los impuestos, estos estuvieron encaminados a obtener recursos necesarios para financiar el gasto público, el rubro de impuestos que más creció fue el de impuestos al trabajo principalmente en el período 1955-1957.

El déficit del sector público durante el período 1971-1976 aumentó de manera importante como consecuencia del incremento del gasto público, particularmente a partir de 1972, además de ello la caída en la inversión privada no permitieron al gobierno aumentar sus ingresos tributarios como lo muestra la gráfica 11 para 1977 se registró una caída en los ingresos totales.. Sin embargo, lo anterior fue resultado del patrón de acumulación implementado desde la década de los cuarenta y de un Estado que retomaba nuevamente su papel de promotor principal del desarrollo que tan buenos resultados arrojó en los inicios del proceso de industrialización. Así, una vez que el estado mexicano decide retomar su papel protagónico, el déficit fiscal se complicó y con él, la inflación y el déficit de la cuenta corriente.



Como resultado de la contracción monetaria y fiscal observada en 1971 el déficit de la cuenta corriente se ubicó en 726.4 millones de dólares. No obstante, una vez que en 1972 el gobierno decidió incrementar el gasto público para generar mayores empleos y redistribuir el ingreso el déficit recobró su tendencia alcista. En 1972 el déficit de la cuenta corriente alcanzó los 761.5 millones de dólares, hasta ubicarse en los 3,692.9 millones en 1975. De esa manera, durante el período 1972-1975 el déficit de la cuenta corriente creció a una tasa media anual del 55.25%. Ese notable incremento del déficit en cuenta corriente fue la manifestación clara de la incapacidad de la producción doméstica y de las exportaciones para crecer a un ritmo igual o superior a la demanda agregada interna y a las importaciones.

3.7. Las finanzas públicas y la deuda pública

A partir de 1955 el Banco de México indujo a los bancos y a otras instituciones financieras a absorber papel gubernamental, para financiar el déficit público con el objetivo de reducir las presiones inflacionarias. La proporción de la deuda pública financiada por crédito del Banco de México disminuyó considerablemente y por

consiguiente, se registró un aumento considerable de la proporción de crédito otorgado por las instituciones privadas al gobierno (López, 2003). Por otro lado, pese a la mayor participación del gobierno en los recursos crediticios totales, el volumen de crédito concedido al sector privado creció a una tasa mucho más rápida que durante los años de inestabilidad de precios de 1946 a 1953. Esto fue posible debido al aumento en la demanda de obligaciones no monetarias que hubo en los primeros años del período de estudio (López, 2003). Por otra parte, el comportamiento del medio circulante, se caracterizó por una velocidad de circulación notablemente constante, donde aparentemente no existía ninguna relación entre las fluctuaciones en la tasa de interés real y la tendencia de crecimiento de la circulación monetaria. (López, 2003).

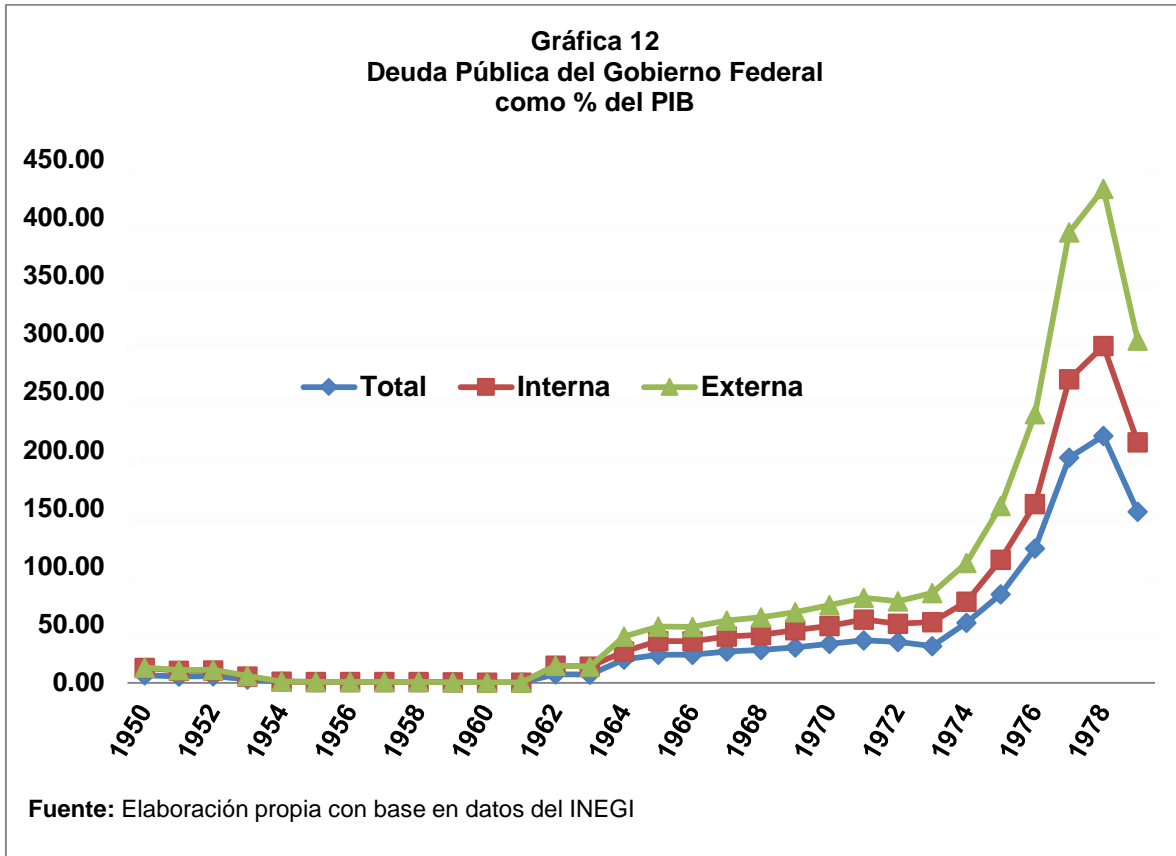
La política de endeudamiento a partir de 1946 estuvo encaminada a utilizar el crédito externo para acelerar el crecimiento económico, de esta manera se pretendía complementar al ahorro interno y procurar un incremento en la inversión. La fuente más importante del financiamiento de la inversión tendría que ser el ahorro interno; sin embargo, el ahorro interno sería utilizado para acelerar el ritmo de crecimiento de la inversión. La dependencia del capital externo, así como el deterioro de las finanzas públicas propiciaron problemas en la concentración productiva del ingreso (Tello, 2002). El resultado fue la pérdida de dinamismo de la economía mexicana y una abierta crisis que evidenció la tendencia al agotamiento de un patrón de acumulación, generando estancamiento productivo, acompañado de una acelerada inflación; esto generó un bajo nivel de ahorro que se compensó mediante el déficit público (a través de la deuda externa), perdiendo su efectividad, cuando el nivel de actividad de las empresas (con financiamiento de corto plazo) se redujo drásticamente como consecuencia del gran costo que representó su endeudamiento.

Las tasas de interés reales atractivas que estimularon el ahorro del sector privado, parte del cual se utilizó para financiar el déficit del sector público. El resto del déficit fue financiado con préstamos del exterior, en la medida en que el déficit

del sector público fue financiado con endeudamiento interno y externo no se recurrió de manera importante a la emisión monetaria y, por lo tanto, la inflación se mantuvo estable, coadyuvando a generar tasas de interés reales atractivas. Adicionalmente, la restricción monetaria determinó un incremento en las tasas de interés nominales, que junto con la baja inflación, estimularon el ahorro a través de tasas de interés reales positivas. La política monetaria, al igual que la fiscal, fue sumamente conservadora.

La política fiscal que se implementó a partir de 1954 estimuló el ahorro y la inversión a través de subsidios, exoneraciones y bajos precios y tarifas de bienes y servicios públicos al sector privado. Adicionalmente, se financiaron obras de transporte y comunicación, es decir, el Estado generó las economías externas necesarias para la rentabilidad de las inversiones del sector privado. La mayor parte del gasto público se canalizó durante todo el tiempo a los sectores más dinámicos y rentables de la actividad económica. Sin embargo, en la medida en que el gobierno renunciaba a ingresos procuraba no aumentar considerablemente el gasto con tal que el déficit del sector público no aumentara de manera importante de modo tal, que el déficit del sector público como proporción del PIB fue moderado.

De esa manera, el déficit representó en promedio el 5.7% del PIB durante el período del desarrollo compartido. El financiamiento del déficit público fue posible por la emisión de dinero y por el endeudamiento externo (ver gráfica 12). El auge de petróleo aumentó significativamente la disponibilidad de recursos. La banca comercial internacional sustituyó en gran medida a las agencias y bancos multilaterales como prestamistas a gobiernos extranjeros. El aumento de la deuda pública entre 1977 y 1980 fue relativamente moderado. Sin embargo la deuda de la banca y del sector privado creció aceleradamente ya que lo hizo a una tasa promedio anual de 35 por ciento, para llegar a un saldo en 1982 (ver gráfica 12).



CAPITULO IV POLITICA FISCAL PROCICLICA EN MÉXICO 1983-2013

En 1976 se registra la primera devaluación de la moneda después de 22 años de estabilidad cambiaria, lo que hacía suponer que la crisis era inminente; sin embargo, el auge petrolero permitió a la economía mexicana relajar las restricciones de balanza de pagos, y entrar en un ciclo de crecimiento acelerado estimulado por las grandes inversiones públicas y privadas en la explotación y exportación de petróleo.

A principios de los años ochenta, la crisis económica trajo como consecuencia una nueva configuración de la participación del Estado frente a los problemas de inflación e inestabilidad macroeconómica, se impulsó una política de reducción del gasto público que se tradujo en la disminución del déficit público, a través de la venta de las empresas paraestatales.

4.1. Bajo crecimiento económico y estabilidad monetaria

El endeudamiento del sector privado principalmente estaba conformado por deuda de corto plazo, fue motivado por la instrumentación de una política de estabilidad cambiaria y monetaria que siguió la regla de fijar las tasas de interés nominales iguales a las tasas de interés de mercado, más la tasa de devaluación esperada del peso, provocando esto último, un encarecimiento del crédito interno con respecto al crédito externo cuya tasa interés era más baja. Así, con el incremento en los precios del petróleo y al alza de la tasa de interés externa, las expectativas sobre la economía mexicana eran positivas. Sin embargo, las primeras señales de inestabilidad económica se dejaron ver a principios de 1982, con la caída de los precios internacionales del petróleo y el incremento de las tasas de interés internacionales (Bazdresh, 1992).

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

La fuga de capitales no se hizo esperar ante la ausencia del control de cambios, para agosto de 1982, las reservas oficiales estaban prácticamente agotadas, el flujo de créditos se vio drásticamente interrumpido. Se estableció un sistema dual de cambios y el gobierno suspendió los pagos de la deuda externa. Los compromisos del servicio de la deuda externa presionaban al gobierno, ya que casi la mitad de la deuda externa debía ser amortizada entre finales de 1982 y principios de 1983 (Bazdresch, 1992).

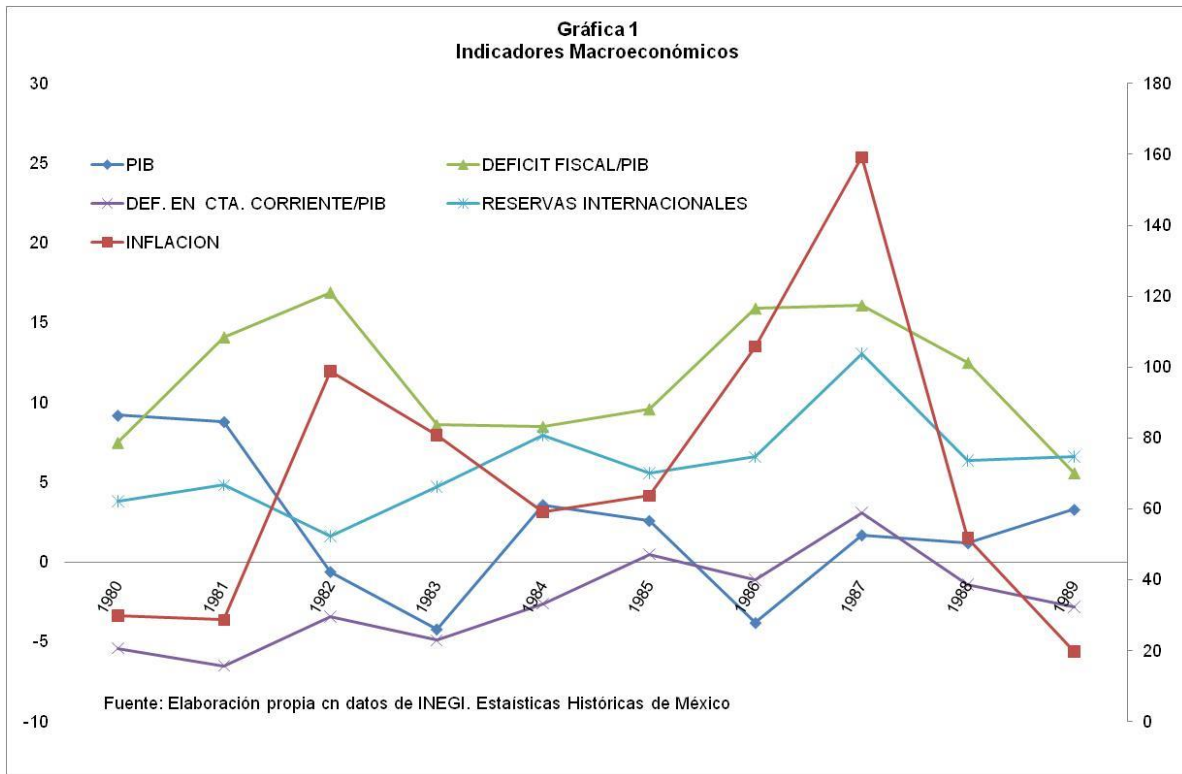
La política económica de estabilización y ajuste que se aplicó en 1983, se proponía reorientar el comportamiento de las principales variables macroeconómicas esto permitiría retomar el ritmo de crecimiento económico con base en un cambio estructural. En este sentido, las medidas e instrumentos de la política monetaria y fiscal estuvieron orientadas a estabilizar los precios, el tipo de cambio y las tasas de interés.

La política monetaria implementada se sustentó en una serie de estrategias de estabilización ortodoxas, cuyo objetivo central consistió en disminuir las presiones inflacionarias para crear las condiciones que permitieran emprender un crecimiento económico sostenido y estable. Para ello, el Banco de México liberó las tasas de interés, y flexibilizó el tipo de cambio paralelamente a estas políticas, se inició un proceso de apertura comercial y de liberalización de los precios.

La instrumentación de estas medidas de estabilización, partieron del supuesto de que las causas de la inflación eran: el creciente déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y el financiamiento de la demanda agregada a través del déficit público; por este motivo se aplicó un programa de contracción fiscal, basado en una fuerte reducción del gasto público en inversión, esto con la expectativa de disminuir dicho déficit que para 1982 representaba 16.9 por ciento del PIB acompañado de un incremento en la tasa de inflación que en ese mismo año fue de 98.8 por ciento, para 1984 como consecuencia de estas medidas se redujo el déficit a 8.6 por ciento del PIB y la inflación disminuyó a 80.8 por ciento, pero los efectos más graves fueron la drástica caída del PIB, ya que en 1982 su crecimiento fue de -0.6 y para 1983 de -4.2 por ciento, esto estuvo acompañado de

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

un incremento de los precios de los bienes y servicios públicos, así como de una disminución en los subsidios a los alimentos básicos; combinado con devaluación y libre convertibilidad del peso³ (ver Gráfica 1).



La redefinición de la participación del Estado en la economía, quedó plasmada en el Programa Inmediato de Reordenación Económica (PIRE), que tuvo como objetivo central la estabilización de precios y la generación de condiciones financieras que permitieran corregir el desequilibrio fiscal y la acelerada inflación, para lo cual la estrategia que siguió el gobierno estuvo basada en un cambio estructural basado en un nuevo modelo de acumulación sustentado en dos estrategias: la reducción de la participación del Estado en la economía mediante la

³ El Banco de México se retira del mercado cambiario, lo que condujo a una devaluación del peso de casi 80 por ciento para el mes de febrero de 1983.

desregulación y privatización⁴; y la sustitución de exportaciones, para lo cual era importante la apertura comercial.

Durante los tres últimos años del sexenio de Miguel de la Madrid los desequilibrios estructurales: déficit público, déficit externo, alta concentración del ingreso y desempleo se agudizaron con el crecimiento acelerado de la tasa de inflación, lo que obligó al gobierno entrante a aplicar una política de control de precios de corte heterodoxo tendiente a controlar, en el corto plazo la inflación que estaba determinada por el componente inercial.

El Pacto de Solidaridad Económica, se estableció como objetivo inicial estabilizar las variables monetarias para lo cual se adoptaron una entre las que destacan: el ajuste del tipo de cambio que había permanecido subvaluado durante casi todo el sexenio anterior; una serie de incrementos graduales de los precios y tarifas de bienes y servicios públicos, la fijación de altas tasas de interés y la autorización al sector privado para que elevará sus precios. El primer resultado de dicha política fue la alineación generalizada de precios tanto públicos como privados, que condujo inmediatamente a un descenso de la tasa de inflación (Huerta, 1992). El éxito de esta política dependía, por un lado, del control del tipo de cambio y de las políticas monetaria y fiscal contraccionistas, incluyendo la disminución de los salarios reales, y por el otro, al grado de confianza de los empresarios y banqueros sobre la continuidad y cumplimiento de tales políticas. (Aspe, 1993).

A pesar de que el Pacto frenó las presiones inflacionarias, ello no generó un crecimiento generalizado de la economía, si bien la afluencia de recursos externos por la vía de la cuenta de capital, permitió elevar las reservas internacionales,

⁴ En cuanto a la reducción de la participación del sector paraestatal en la economía, el proceso fue acelerado y firme a partir de 1982, en este año el estado participaba en el sector industrial con más de 400 empresas, para 1985 éstas ya habían disminuido a menos de 300, y al finalizar el sexenio de Miguel de la Madrid, el estado sólo participaba en 173 empresas paraestatales.

mantener fijo el tipo de cambio nominal, y así controlar las presiones sobre el nivel de precios internos, pero la excesiva entrada de divisas obstaculizó el control de los agregados monetarios y el manejo de las políticas de tasas de interés y tipo de cambio, propiciando, una asignación de recursos a favor de la producción de bienes internos para los sectores de altos ingresos y bienes exportables, descuidando los sectores productores de bienes de consumo masivo y de bienes sustitutos de importaciones.

La aplicación en marzo de 1995 del Programa para Reforzar el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (PARAUSEE) incluyó ajustes fiscales que se hicieron necesarios, debido a los efectos de las mayores tasas de interés; un tipo de cambio más depreciado; pagos más cuantiosos al exterior; una actividad económica menor que la esperada y el compromiso del gobierno de absorber parte de los costos de los programas de saneamiento bancario y apoyo a los deudores.

El Banco de México para manejar su crédito interno con mayor flexibilidad, decidió adoptar un nuevo esquema de encaje llamado de encaje promedio cero, mediante dicho esquema, los saldos deudores que hubieran aparecido al cierre de cada jornada en las cuentas corrientes de las instituciones de crédito en el Banco, tendrían que ser compensados dentro de plazos mensuales predeterminados, con la constitución en otros días de saldos acreedores en esas mismas cuentas de por lo menos igual montoⁱ. El incumplimiento de algún Banco de la condición descrita, lo haría acreedor a una penalización calculada con base en el monto del faltante acumulado y de una tasa mayor a la del mercado.

La formación bruta capital disminuyó 30.9 por ciento y el consumo global 11.7 por ciento. La inversión bruta que había logrado crecer gradualmente durante la "recuperación" salinista, se redujo abruptamente del 79.4 por ciento del PIB en 1994, a 16.1 por ciento en 1995. El costo social de la "nueva" crisis fue muy alto, ya que aumentó el deterioro de las condiciones de vida y de trabajo de la mayoría de

la población experimentado durante las últimas dos décadas. El desempleo y la economía informal alcanzaron niveles sin precedentes. Se profundizó el deterioro de los ingresos reales de la población, que la "recuperación" salinista no logró revertir y se aceleró el proceso de concentración de la riqueza y la polarización y segmentación social.

4.2. El desequilibrio del sector externo

Ante la entrada masiva de capitales externos, y dado el esquema de flotación del tipo de cambio, el manejo de la base monetaria se sustituyó por el manejo discrecional del crédito interno por el Banco de México; de ahí que este desempeñará un papel central en la política de control de los precios internos. Al actuar sobre la base monetaria, el Banco de México podía influir sobre las tasas de interés y el tipo de cambio y, a través de ello, sobre la trayectoria del nivel general de los precios.

El deterioro del sector externo y la incertidumbre provocada por las negociaciones del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá, los acontecimientos políticos, la necesidad de captar crecientes sumas de capitales en el exterior, así como el objetivo de la autoridad monetaria por disminuir la inflación, llevaron a la aplicación de una política monetaria restrictiva, basada en la fijación de altas tasas reales de interés.

El efecto contraccionista de la política monetaria fue superior al esperado; el crecimiento anualizado del PIB que en el tercer trimestre de 1992 fue del 3.8 por ciento, descendió a 2.1 por ciento en el cuarto. Durante 1993, la economía permaneció estancada con un crecimiento del 0.4 por ciento, registrándose durante el tercero y cuarto trimestre de ese año tasas negativas. La desaceleración de la actividad económica se combinó con fenómenos de sobreendeudamiento de las empresas y de los consumidores, así como con altos niveles de cartera vencida de los bancos, lo que generó tendencias deflacionistas en la economía.

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

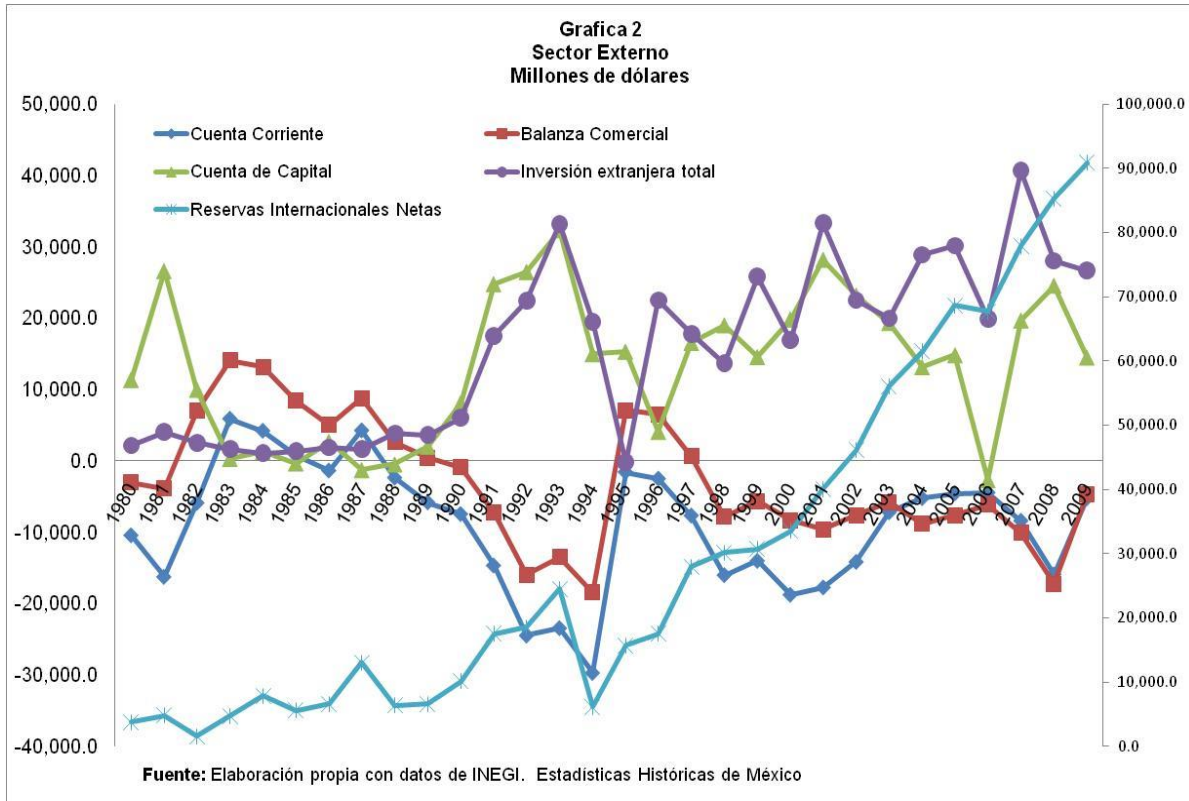
En este contexto de alta fragilidad macroeconómica, el comportamiento de las exportaciones indicaba la presencia de un tipo de cambio real consistente con los propósitos de la política comercial. En efecto, la creciente apreciación real del peso fue compatible con el crecimiento de las exportaciones, las cuales se concentraron en las grandes empresas transnacionales productoras de bienes intensivos en mano de obra y en las maquiladoras. Situación que pudieron enfrentar la mayoría de las empresas mexicanas dada la carencia de tecnología, sistemas de organización, mercadeo, cultura empresarial. La apertura comercial combinada con la apreciación del peso fomentó la entrada masiva de importaciones que rebasó con mucho la capacidad y velocidad de ajuste de las empresas mexicanas, cuyos niveles de competencia son bajos.

En diciembre de 1994, con la devaluación del peso ante una imparable fuga de capitales, el agotamiento de las reservas internacionales, el sobreendeudamiento de la economía y el crecimiento acelerado del déficit en cuenta corriente, volvieron insostenible la política cambiaria. Los flujos de capitales del exterior se interrumpieron dada la inestabilidad que mostraba la economía mexicana y el incremento sostenido de las tasas de interés en Estados Unidos, lo que hizo más atractiva y segura la compra de bonos de ese país. Esta situación se vio agudizada por la crisis del sistema político, que se manifestó en las pugnas en el seno del partido gobernante, los magnicidios políticos y el levantamiento armado en Chiapas (Solís 1999).

La fuga de capitales aceleró la crisis bancaria y desató las tendencias deflacionarias de la economía, latentes desde finales de 1993; en el primer trimestre de 1995 inició la recesión económica más grave y profunda de la historia moderna del país. Con el fin de estabilizar los mercados financiero y cambiario, asegurar la retención de los TESOBONOS en manos de inversionistas extranjeros y evitar que el contagio de la crisis mexicana condujera a una crisis sistémica internacional, se negoció con el gobierno de los Estados Unidos un paquete de rescate de 40,000 millones de dólares provenientes del gobierno de Estados Unidos y del FMI (Solís,

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

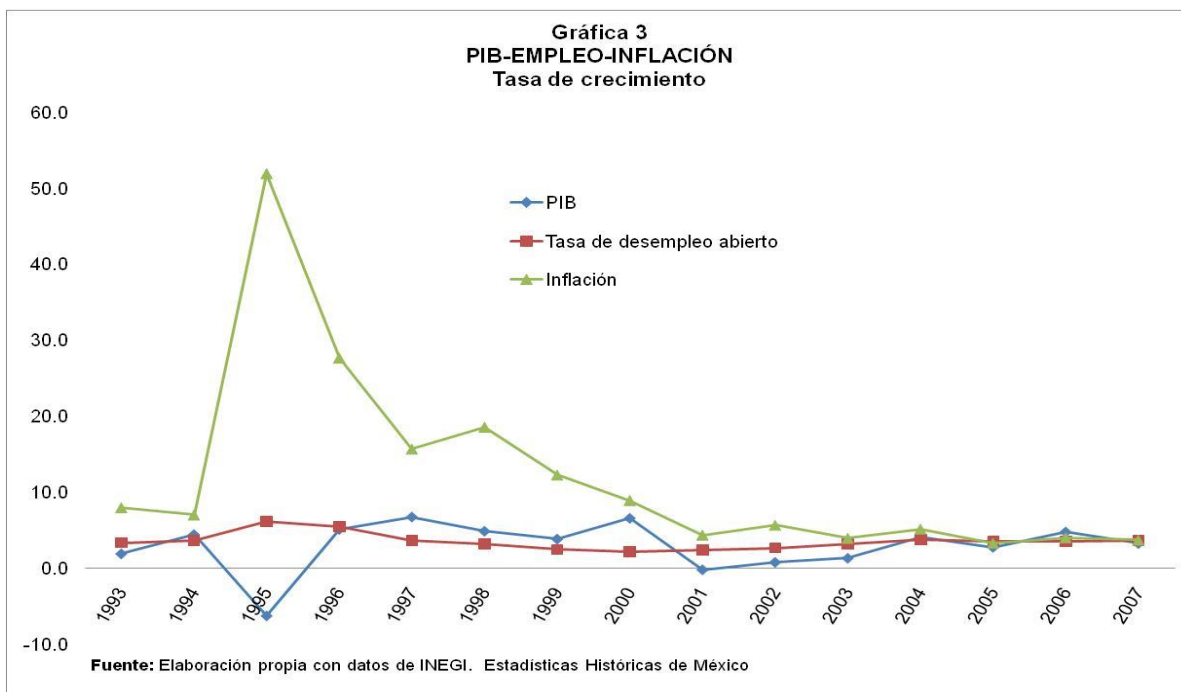
1999). Este paquete fue acompañado de una política de ajuste ortodoxo caracterizado por una política monetaria y fiscal fuertemente restrictiva, que se aseguraba, crearía las condiciones para la recuperación sostenida de la economía. El motor de la misma serían las exportaciones y la reactivación de la inversión privada, nacional y extranjera (ver gráfica 2).



Por otra parte a partir de 1995, se registró una caída sin precedentes en la producción, la inversión y el empleo; el PIB experimentó una baja promedio del 6.2 por ciento destacando las contracciones habidas en la industria manufacturera (-6.4 por ciento), la construcción (22 por ciento), los servicios (-6.8 por ciento) y el comercio (-14.4 por ciento). Ello condujo a la recesión más aguda desde los años treinta y una crisis bancaria de amplias proporciones, por el incumplimiento de las empresas de sus pasivos comerciales y financieros (ver Gráfica 3).

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

La economía mexicana enfrenta, a pesar de la recuperación iniciada en 1996, agudas tendencias deflacionarias, es decir, fenómenos acumulativos de baja en la producción, la inversión y el empleo asociados con altos niveles de sobreendeudamiento público y privado.



4.3. Política fiscal restrictiva y disciplina presupuestaria.

Como consecuencia de la crisis de la deuda de 1982, el gobierno llevó a cabo un severo ajuste fiscal el cual partió de una disminución de los subsidios y transferencias que no tuvieran un claro beneficio económico y social, racionalización de las erogaciones mediante la caída del gasto en administración, la implantación de medidas de austeridad, disciplina y eficiencia en la ejecución del presupuesto y la jerarquización del gasto de inversión, favoreciendo a los proyectos con periodos cortos de maduración.

Por el lado de los ingresos, se buscó su fortalecimiento a través de “reformas” fiscales orientadas a promover el aumento de los ingresos públicos que no provinieran del sector petrolero y elevar la competitividad internacional del

sistema tributario en México, mediante la reducción de las tasas impositivas, la ampliación de la base gravable y la simplificación de la administración fiscal. Paralelamente se llevó a cabo una actualización gradual de precios y de las tarifas de los bienes y servicios públicos con el propósito de corregir los rezagos acumulados, fortalecer la posición financiera de las empresas públicas y favorecer la adecuación de los precios relativos de la economía y, de acuerdo con los grupos sociales representativos, se desarrolló un conjunto de esquemas de acción denominado “pactos”, orientados a combatir las causas inerciales de la inflación, mismos que dejaron de negociarse a mediados de la década de los noventa cuando la inflación era marcadamente descendente y mostraba niveles inferiores a un dígito.

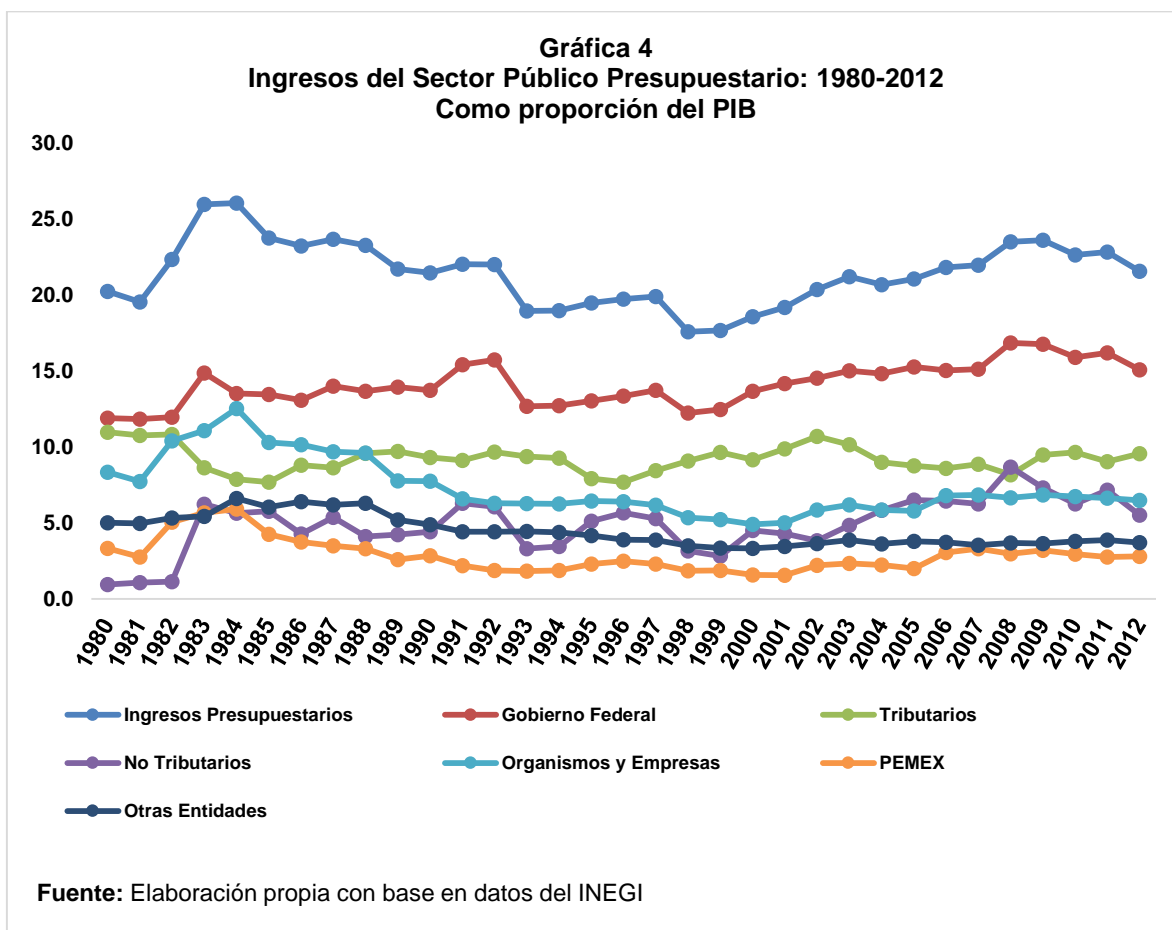
4.3.1. Ingreso público

A finales de la década de los ochenta, la capacidad del sistema tributario para generar los recursos suficientes para financiar el gasto público y corregir los problemas de desigualdad estuvo limitada por la evasión generalizada ya que este arrastraba una serie de acreditamientos fiscales que habían sido implementados veinticinco años antes con el propósito de fomentar el proceso de industrialización, por lo cual fue necesario llevar a cabo una reforma fiscal que permitiría adaptar al sistema tributario a las necesidades de la economía.

En materia tributaria, se llevaron a cabo diversos cambios para tratar de elevar la recaudación para disminuir la dependencia y vulnerabilidad fiscal que generaban los ingresos del petróleo. Una de las medidas implementadas fue la modificación en la orientación de la política tributaria a través de la reducción de las cargas fiscales directas (impuesto sobre la renta), con el objetivo de estimular el ahorro, la inversión, la producción, el crecimiento y el empleo. Esta medida se compensaría con el incremento en los impuestos indirectos (impuestos al consumo), bajo el argumento de que éstos últimos son socialmente «neutrales» (Tello, 2002).

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

Esto se vio reflejado en una caída drástica de los ingresos tributarios ya que estos tuvieron una variación de 6.4 por ciento en 1981 a -22.9 por ciento en 1983, esto fue financiado principalmente por el incremento de los ingresos no tributarios los cuales presentaron un incremento considerable, y cuyo origen se debía a una creciente dependencia de la deuda tanto pública como interna ya que estos ingresos tuvieron variaciones importantes ya que pasaron de 24.5 por ciento en 1981 a 42.9 por ciento en 1983 (ver gráfica 4)



Para revertir esta dependencia a los ingresos no tributarios, se implementaron una serie de medidas tendientes a ampliar la base de contribuyentes y modernizar la estructura tributaria para contrarrestar el deterioro en la recaudación y así evitar las distorsiones sobre la estructura financiera de las empresas, así como en la asignación de recursos; la eliminación del principio de progresividad en las

cargas fiscales como instrumento para mejorar la distribución del ingreso, al reducirse la tasa de ISR bajo el supuesto de que las menores cargas fiscales estimularían el ahorro, la inversión, la producción, el consumo y el crecimiento. Estas medidas tuvieron los primeros efectos positivos a partir de 1984 en el que los ingresos tributarios crecieron de -5.8 a -0.2 por ciento en 1985 y 11 por ciento para 1986, esto permitió reconfigurar la estructura de financiamiento del Gobierno, disminuyendo la dependencia por los ingresos no tributarios, además se combinaron otro tipo de fenómenos que influyeron a la disminución de estos ingresos, como la insolvencia de pagos, la devaluación de la moneda y la creciente inflación (ver Gráfica 4)

El nulo crecimiento de la economía, el incremento de los precios y los bajos precios del petróleo comprometieron los ingresos, entre otros problemas, comprometieron el balance público, obligando a imponer medidas drásticas (la heterodoxia estabilizadora) en el último año de ese régimen. La crisis de 1987 marca el fracaso de esas políticas públicas. A partir de la segunda mitad de la década de los ochenta el ajuste fiscal continúa considerándose importante en la heterodoxia estabilizadora, la política tributaria amplía su perfil regresivo al recortarse aún más las cargas a las empresas y las personas físicas, en la búsqueda por homologarla a los niveles prevalecientes en Estados Unidos para tratar de atraer capitales extranjeros.

El cambio de estrategia económica en los años noventa rindió mejores resultados en cuanto a la reducción del déficit público, el cual pasó de 9.2 por ciento del PIB en 1988, a un superávit de 4.1 por ciento en 1992; a partir de ese año, el déficit público fluctuó alrededor del uno por ciento con relación al PIB. El saneamiento de las finanzas públicas se centró en los ajustes en el gasto y en modificaciones al sistema tributario, que implicó la descentralización de la recaudación y la fiscalización, así como el ajuste de precios y tarifas públicas. Entre las medidas más importantes implementadas destacan las siguientes:

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

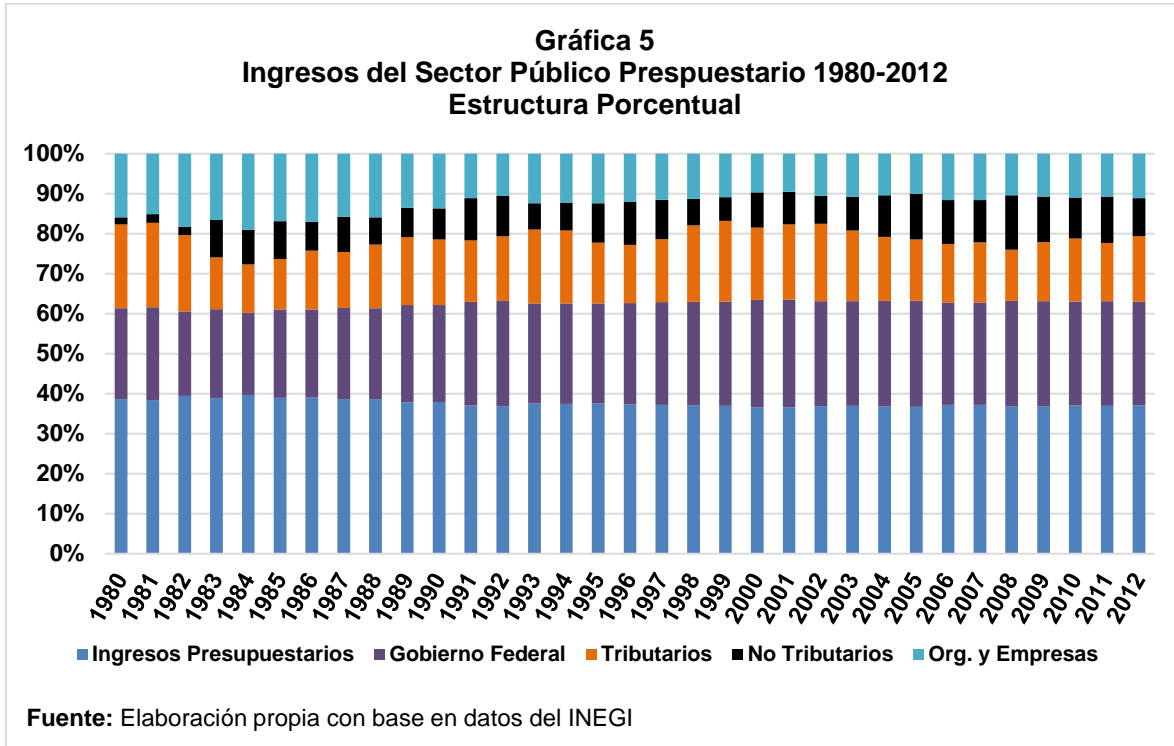
- Cambios en el impuesto sobre la renta esto para aumentar la eficiencia fiscal y adoptarlo a los cambios estructurales y a los nuevos instrumentos financieros.
- La elevación del impuesto al valor agregado de 10 a 15 por ciento.
- La reducción gradual de la tasa al impuesto sobre la renta de las empresas, ya que en 1988 equivalía al 42 por ciento disminuyendo para 1991 al 35 por ciento.
- La reducción de la tasa máxima del impuesto a las personas físicas, que entre 1988 y 1992 bajo de 40 a 35 por ciento, respectivamente.

Estas medidas conjuntamente con la disminución de la inflación, coadyuvaron a la mejora en la recaudación fiscal, que se reflejó en un aumento de los ingresos gubernamentales, que también se vieron favorecidos por el incremento de los ingresos tributarios no petroleros. A medida que el sector público saneaba sus finanzas mediante la contracción de su gasto y la desincorporación y venta de empresas públicas consideradas no prioritarias, su demanda de crédito al sector bancario interno se vio reducida, dándose una reorientación del crédito hacia el sector privado.

Los ajustes en la estructura de los ingresos y del gasto público, se complementa con al menos otras cuatro medidas más. Una de ellas es la renegociación de la deuda externa, hacia finales de la década de los ochenta. Ello permitió reducir el saldo total (entre 1988 y 1992 baja de 81 mil millones de dólares a 75.6 mil millones) y mejorar el perfil de los vencimientos.

La reforma tributaria, no cumplió las expectativas esperadas, los ingresos del sector público entre 1988 y 1994 pasan de 29 por ciento a 23 por ciento del PIB (ver gráfica 5), lo mismo sucedió con los del gobierno federal; los ingresos tributarios se mantuvieron estancados, destacándose el caso del ISR. La ampliación del número de causantes fue incapaz de compensar la reducción de las cargas fiscales, que benefician esencialmente a los sectores de altos ingresos, así como los problemas en la recaudación provocada por el mediocre comportamiento de la economía. Peor

aún, la aportación del ISR a la recaudación tributaria total disminuye, ganando terreno los impuestos al consumo (básicamente el IVA), lo que, de paso, agrava la inequidad de la política de ingresos.



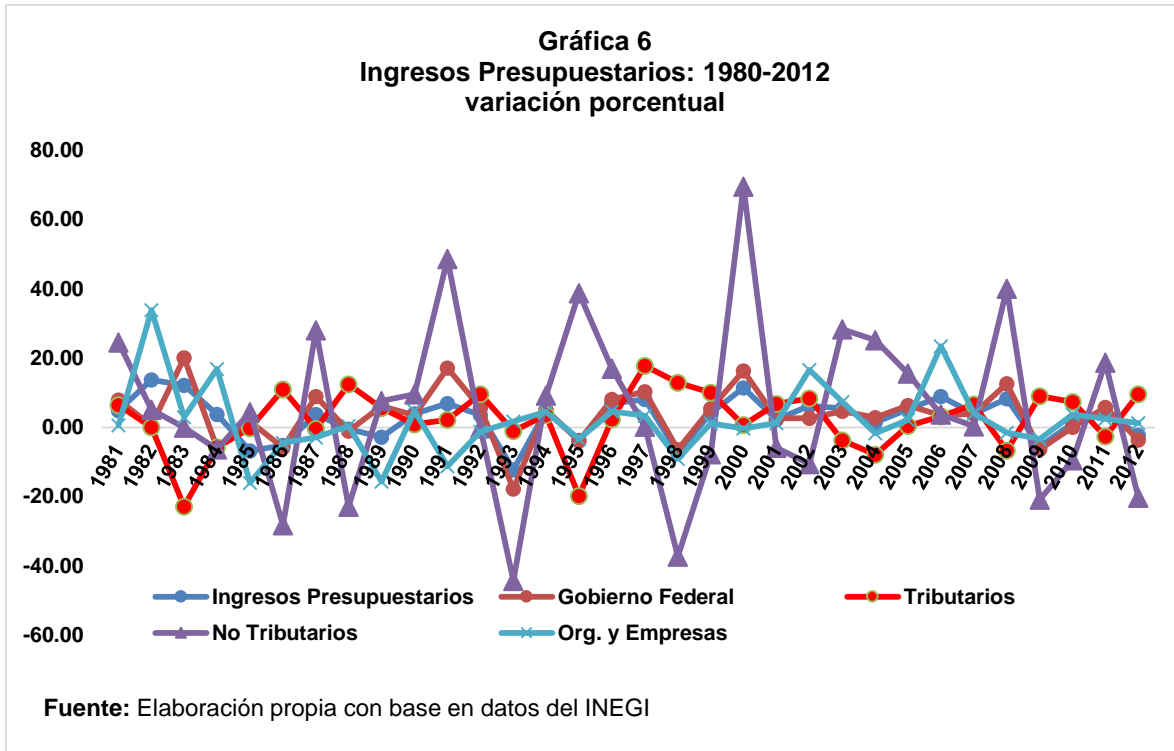
La mejoría fiscal observada después de la recesión de 1995-1996, es alterada en 1998 por la caída de los precios del petróleo, lo que obligó a realizar otro ajuste en el gasto, con el propósito de cumplir la meta del balance fiscal programado. La debilidad fiscal obligó a un manejo austero en las finanzas públicas durante los dos siguientes años. A finales del año 2000 las finanzas públicas presentaron un déficit público mínimo y sin la tradicional crisis de fin de sexenio, lo que condujo a suponer que la reforma fiscal, el nuevo Estado y el modelo neoliberal habían sido relativamente exitosos lo que justificaría el seguir manteniendo lo la misma tendencia en los años siguientes.

Sin embargo, con la caída de los precios del petróleo en el 2000 dejó ver el fracaso de las reformas fiscales implementadas desde el sexenio anterior; la

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

situación fiscal durante el periodo 1994-2000 lo que mostró la elevada dependencia y vulnerabilidad estructural de los ingresos petroleros, puesto que éstos aportan el 36.8 por ciento del total de la recaudación del gobierno federal, los ingresos tributarios eran insuficientes para atender las necesidades económicas y sociales del desarrollo, y el balance público cubrió los requerimientos financieros del estado.

Las medidas fiscales en el periodo 2000-2006 tuvieron un sentido recaudatorio, más que una reforma fiscal, por el lado de los impuestos tributarios en 1995 se redujo el impuesto al activo de 2 a 1.8 por ciento que equivale a aplicar una tasa de ISR de 34 por ciento. En el rubro de los impuestos especiales a la producción y al consumo se derogan una serie de gravámenes (aguas envasadas, refrescos, concentrados, servicios telefónicos, seguros individuales) y se reducen otros (vinos, bebidas alcohólicas, cervezas). Estas medidas adoptadas no presentaron los resultados esperados ya que el ingreso total no sufrió cambios importantes, ya que de 9.97 por ciento como porcentaje del PIB en el año 2000 cayó a 1.77 en el año 2001, y esta tendencia decreciente estuvo durante este periodo con un crecimiento promedio de 5.51 por ciento (ver gráfica 3).



4.3.2. Gasto público y déficit público

A mediados de 1980 se hace evidente la desaceleración en la producción petrolera, derivado de la disminución a nivel internacional de los precios del petróleo, lo cual generó una serie de desequilibrios en materia de finanzas públicas, puesto que se presentó un marcado déficit público, por otro lado el indicador básico de la actividad estatal es la relación entre el gasto público y el producto interno bruto. En 1980, el gasto público equivalía al 30.8 por ciento del PIB, para 1982, el año en que estalló la crisis económica, esta relación se incrementó hasta 36.6 por ciento. La relación entre balance público y PIB muestra un comportamiento similar: en 1982, el déficit público alcanzó su nivel máximo con un 13.0 por ciento como proporción del PIB.

A partir de 1983, el diseño de la política económica procuró reducir la inflación a través de la contención de los elementos de la demanda, en particular el gasto

*“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México:
1980-2011”*

público; en particular el gasto corriente descendió de 16.4 a 15.5 por ciento como proporción del PIB en el periodo 1982-1983, como producto del saneamiento en las finanzas públicas, en lo que respecta al gasto de la capital la disminución fue más drástica ya que paso de 11.5 a 9 por ciento del PIB, lo que se vio reflejado en una contracción del PIB, ya que este paso de -0.5 a -3.5 por ciento (ver cuadro 1).

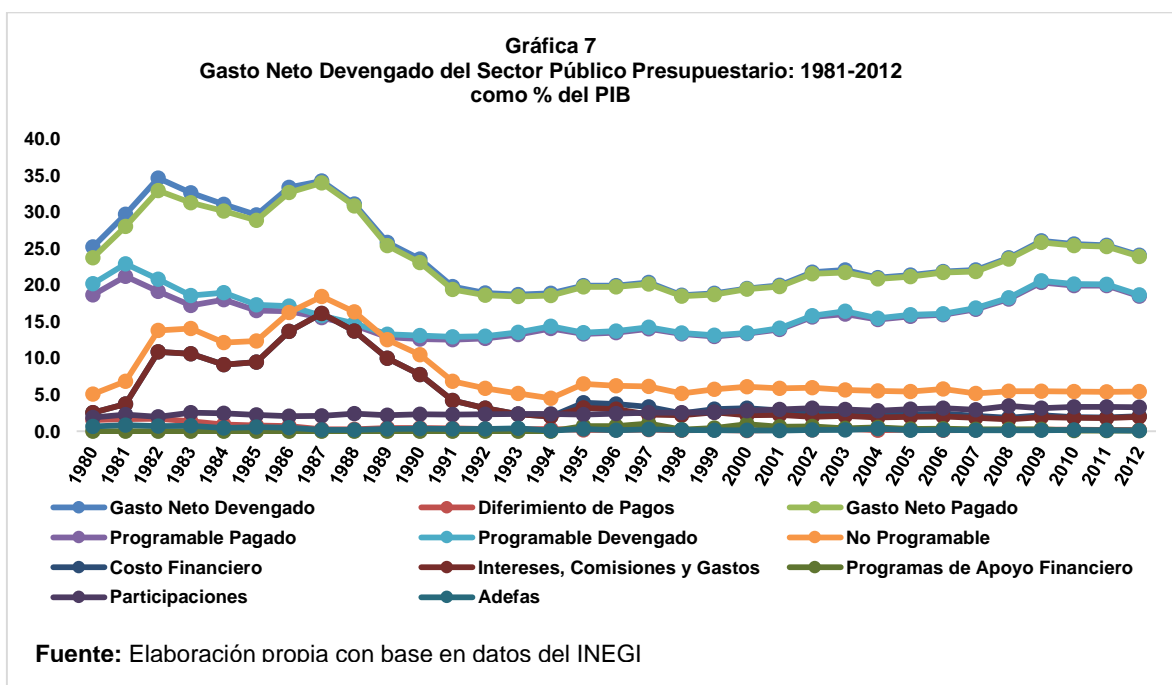
A pesar de los esfuerzos en la reducción del gasto público, para 1988, representó el 36.69 por ciento del PIB. Los esfuerzos de austeridad se cristalizaron en la disminución del déficit público. Además como consecuencia de la crisis de la deuda, se detuvo el flujo de financiamientos externos, generó una reducción en el déficit público, mismo que cayó de 13.0 a 5.0 por ciento, como proporción del PIB, entre 1982 y 1984, repuntó entre 1986 y 1988, y se redujo a 4.5 por ciento para 1989 (ver gráfica 7)

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

CUADRO 1
Gasto Neto Devengado del Sector Público Presupuestario: 1981-2012
variación porcentual

Año	Gasto Neto Devengado	Gasto Neto Pagado	Programable Pagado	Programable Devengado	No Programable	Costo Financiero	Intereses, Comisiones y Gastos	Programas de Apoyo Financiero	Participaciones	Adefas
1981	27.7	28.2	23.4	23.1	46.1	59.3	59.3	-	31.2	37.4
1982	16.0	16.9	-10.4	-9.5	101.5	190.0	190.0	-	-13.0	-13.9
1983	-9.1	-8.4	-13.2	-13.9	-1.7	-5.7	-5.7	-	25.1	-0.5
1984	-1.5	-0.3	8.3	5.5	-10.9	-10.9	-10.9	-	-1.2	-39.4
1985	-2.6	-2.2	-6.3	-6.7	3.9	5.9	5.9	-	-6.6	31.4
1986	9.2	9.7	-3.7	-4.0	27.6	40.3	40.3	-	-10.2	-20.1
1987	4.4	5.9	-3.6	-6.1	15.6	19.9	19.9	-	3.2	-56.9
1988	-8.1	-8.2	-5.5	-5.5	-10.4	-13.9	-13.9	-	15.5	-7.7
1989	-13.5	-14.2	-7.6	-6.2	-20.1	-24.1	-24.1	-	-4.8	76.6
1990	-4.1	-4.3	3.2	3.5	-12.1	-18.6	-18.6	-	11.2	25.7
1991	-12.5	-12.6	3.4	3.0	-31.8	-43.6	-43.6	-	1.7	-10.0
1992	-1.0	-0.6	5.0	4.3	-11.0	-22.2	-22.2	-	6.4	2.9
1993	0.9	1.0	6.2	5.9	-10.2	-25.2	-25.2	-	4.6	35.4
1994	5.8	5.7	11.4	11.4	-8.9	-9.1	-9.1	-	4.9	-73.8
1995	-1.0	-0.2	-11.4	-12.1	34.6	81.7	49.1	-	-10.5	174.4
1996	5.4	5.3	7.0	7.1	1.9	1.1	0.1	5.4	11.2	-58.3
1997	9.5	9.4	11.3	11.4	5.4	-3.8	-19.7	65.2	13.6	125.3
1998	-4.0	-3.8	-0.2	-0.7	-11.8	-23.2	2.7	-77.8	4.9	-30.7
1999	4.9	4.9	0.9	0.9	15.4	28.1	20.7	100.6	5.6	-19.7
2000	9.8	10.3	9.3	8.6	12.5	10.9	-9.3	129.7	14.4	12.4
2001	1.3	0.8	3.3	4.0	-4.6	-11.2	0.1	-37.5	4.9	-45.6
2002	8.9	9.0	12.2	12.1	1.3	-7.6	-11.7	7.5	6.3	136.8
2003	2.9	2.1	4.1	5.2	-3.3	-2.2	9.1	-36.8	-4.2	-2.2
2004	-1.1	-0.1	-0.8	-2.0	1.7	-0.6	-7.4	35.5	-2.3	104.7
2005	5.1	4.8	6.1	6.5	1.0	-2.8	8.0	-41.6	11.2	-55.8
2006	7.5	7.8	6.5	6.0	11.8	11.5	8.5	31.8	10.7	40.2
2007	4.2	4.1	8.1	8.3	-7.2	-9.5	-5.6	-31.3	-4.3	-24.5
2008	8.9	9.0	9.7	9.7	6.5	-10.6	-12.1	0.9	19.7	-11.0
2009	3.2	3.2	5.9	5.9	-5.6	11.1	12.9	-0.7	-14.9	1.3
2010	3.7	3.7	3.3	3.3	5.1	-6.3	0.5	-57.5	12.0	30.4
2011	3.3	3.4	3.7	3.6	2.3	1.6	1.3	6.8	3.5	-13.6
2012	-2.0	-2.0	-3.9	-3.9	5.0	12.2	14.3	-23.1	2.2	-29.3

Fuente: Estadísticas Históricas de México. INEGI



Un elemento fundamental en la regularización del gasto fue la renegociación de la deuda externa a niveles manejables. La deuda pública en 1982 tenía vencimientos a corto plazo y estaba contratada con diversas instituciones privadas. Durante la década de los ochenta, gravitó de manera importante sobre las finanzas públicas afectando las posibilidades de crecimiento de la economía mexicana, no en vano a esta década se le llamó la década pérdida. La parte más importante de la renegociación ocurrió entre 1989 y 1990, lo que permitió reasignar los recursos del gasto no programable a otros usos, tales como las Participaciones a Entidades Federativas. A partir de 1983 se emprendió la reorganización del sector paraestatal en torno a las actividades estratégicas y prioritarias señaladas en la Constitución Política. Muchas de las empresas fueron catalogadas como ineficientes y/o improductivas, y el gobierno no contaba con los recursos necesarios para procurar su operación. El resultado de esta política fue un proceso de desincorporación de empresas paraestatales, que promovió la fusión, venta, liquidación y extinción o transferencia de las entidades paraestatales.

Por el lado de la evolución del gasto neto, éste pasó de 37.9 por ciento en 1988, como proporción del PIB al 23.0 por ciento en 1992; desde entonces osciló entre 24.0 y 21.5 por ciento, quedando en 2006 con 22.0 por ciento como proporción del PIB. Al observar la participación del gasto neto de las empresas y organismos de control presupuestario directo dentro del gasto neto del sector público, es evidente una modificación en el peso relativo de las empresas públicas en el gasto total (ver gráfica 7).

Por lo tanto la política contraccionista del gasto público estuvo encaminada a evitar presiones sobre el sector financiero y la tasa de interés y por otro lado restringir la disponibilidad de recursos al sector privado con la expectativa de mejorar las condiciones de confianza del sector privado. Por otro lado la disminución del déficit público se logró mediante la contracción del gasto público y de la inversión, por el aumento de los precios y tarifas de los bienes y servicios públicos, por la estabilización del tipo de cambio que evitó presiones adicionales sobre el pago del servicio de la deuda externa, la disminución de los salarios reales lo que

contrajo el gasto corriente y principalmente por la venta de empresas públicas y algunas readecuaciones fiscales que permitieron incrementar los ingresos del sector público.

4.4. Financiamiento del déficit

A partir de 1994 bajo un contexto de volatilidad financiera e incertidumbre macroeconómica, la política económica debía enfrentar tres desafíos inmediatos: a) llevar a cabo un ajuste macroeconómico ordenado en respuesta a la acelerada reducción de los flujos de capital; b) refinanciar aproximadamente 30 mil millones de dólares de la deuda pública de corto plazo; y c) mantener la solvencia del sector bancario y proteger los ahorros.

Para contener los efectos inflacionarios de la devaluación, de 1994-1995 el Banco de México, contando con el amplio margen de acción que le daba su autonomía, implementó una política monetaria restrictiva, que hacía explícito el objetivo prioritario de estabilizar las variables nominales de la economía. Así, la política monetaria sólo tenía un objetivo, reducir la inflación, condición esencial bajo un régimen de tipo de cambio flotante. Para el logro de dicho objetivo, la política monetaria se convertiría en el ancla nominal de la economía; por ello no debía ser influenciada por el problema del sector bancario. Estos últimos serían tratados con programas específicos, cuyos costos serían absorbidos mediante ajustes fiscales a lo largo de varios años.

Con el propósito de lograr un ajuste ordenado en las finanzas públicas, se instrumentó una política fiscal restrictiva, mejorando el balance primario, que pasó de un de 2.1 en 1994, a uno de 4,7 por ciento del PIB, en 1995. Este ajuste condujo a una fuerte caída del PIB, de 4.5 por ciento en 1994, a una contracción de -6.2 por ciento en 1995. Para cumplir con las obligaciones financieras del país, condición necesaria para inducir a los acreedores a refinanciar sus préstamos a México, el gobierno negoció y obtuvo de la comunidad internacional un paquete de apoyo de

emergencia de 52 mil millones de dólares, de los cuales el gobierno de los Estados Unidos (Fondo de Estabilización Cambiaria) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) proporcionaron la mayor parte.

En cuanto a la fragilidad del sistema bancario provocada por el excesivo endeudamiento de empresas y familias, el gobierno federal instrumentó programas tendientes a evitar una crisis de liquidez que pusiera en peligro el sistema de pagos. Para evitar el riesgo moral y minimizar las distorsiones en el sistema de pagos, se asumió el costo fiscal de la reestructuración del sector bancario; reduciendo así la necesidad de que el banco central actuara como prestamista de última instancia. Por un lado, el Banco de México abrió líneas de crédito denominadas en moneda extranjera a una tasa mayor que la de mercado, que permitiera a los bancos comerciales cumplir con sus obligaciones externas. Así mismo, se estableció un programa para promover la capitalización del sistema financiero y se emprendieron reformas legales para permitir una mayor participación extranjera en el sistema bancario. Por otro, se reestructuró el sector bancario con recursos fiscales, liberando con ello al banco central y, por ende, a la política monetaria, de este problema, para centrarse en su objetivo de estabilidad de precios.

La crisis de diciembre de 1994 demostró que la capacidad de la economía mexicana para absorber elevados montos de recursos externos era limitada, ya que estos generaron dificultades para controlar las presiones inflacionarias, y el objetivo de crecer con base en un sector exportador dinámico y diversificado se frustró. Con el ingreso de altos montos de recursos externos de corto plazo permitió que se incrementara la acumulación de reservas internacionales en el Banco de México, obligando a instrumentar una política monetaria restrictiva para contrarrestar las presiones inflacionarias. Por otro lado, los flujos de recursos externos apreciaron el tipo de cambio real, erosionando la competitividad de las exportaciones y estimulando altos volúmenes de importaciones, que de por sí han sido elevadas debido a la apertura comercial. Esta entrada de capitales externos pretendía llevar a cabo una reasignación de recursos productivos del sector productor de bienes

exportables al sector productor de bienes y servicios destinados al mercado interno; con lo que se entorpece el crecimiento basado en la estrategia de sustitución de exportaciones. La acumulación de elevados niveles de reservas internacionales (hasta que el superávit en la cuenta de capital se iguale al creciente déficit en la cuenta corriente), puede obligar a la autoridad monetaria a reducir las tasas de interés internas.

Las operaciones de esterilización de divisas que fueron utilizadas con frecuencia para hacer frente a este conflicto, han permitido alcanzar metas independientes para la oferta monetaria y el tipo de cambio en el corto plazo. En el corto plazo es posible lograr cierta compatibilidad entre los objetivos de tipo de cambio nominal estable y control de la inflación combinando medidas de esterilización y ajuste fiscal; sin embargo, a largo plazo sus resultados son desastrosos, ya que inducen a ineficiencia y distorsiones en la estructura productiva⁵.

En el caso de México, la política de esterilización de divisas, en un marco de casi total libertad a los movimientos de capitales, paradójicamente se ha instrumentado con éxito. Ello explica que las reservas internacionales netas del Banco de México se elevarán de 13.7 en 1987 a 24.3 miles de millones de dólares en 1993; en tanto, como resultado de las operaciones de mercado abierta, el crédito interno de este organismo central al gobierno se ha reducido drásticamente, durante el mismo periodo (Mántey, 1998.). El comportamiento de estas variables es el resultado del alto volumen de esterilización de divisas, que para mantener estable

⁵En estas circunstancias, las operaciones de esterilización no tienen ningún efecto sobre la base monetaria. Esto significa que cualquier esfuerzo del banco central por alterar los agregados monetarios, pretendiendo simultáneamente estabilizar el tipo de cambio, generará automáticamente un movimiento de capital compensatorio que anulará la acción inicial. Si el banco central decide colocar una emisión de bonos gubernamentales, para disminuir la base monetaria, se inducirá un aumento en la tasa de interés, un ingreso inmediato de capitales externos; y con ello se inyecta presión al alza del tipo de cambio real. Para evitar la apreciación de éste último (y por tanto, no recurrir a la devaluación del tipo de cambio nominal), el banco central se ve forzado a intervenir en el mercado cambiario a través de la compra de divisas, restableciendo así el nivel inicial de la base monetaria

el nivel de precios internos, el Banco de México se ha visto obligado a realizar. Además, la drástica caída del crédito interno que otorga el Banco de México y el aumento en las reservas internacionales han generado que la base monetaria esté respaldada en más del cien por ciento por las reservas.

La esterilización de divisas impidió que los flujos de capitales externos fueran aprovechados para estimular la inversión interna. En consecuencia, el poder de compra adicional obtenido por quienes tienen acceso al capital extranjero queda cancelado para otros agentes económicos. En segundo lugar, cuando la autoridad monetaria lleva a cabo operaciones de esterilización, se ve obligada o bien a colocar un pasivo que le permita retirar la liquidez inyectada por la entrada de capitales, o bien desprenderse de un activo (valores gubernamentales), dichas operaciones afectan el desempeño financiero del banco central⁶ debido a que el rendimiento que obtiene por la inversión en reservas internacionales, generalmente es inferior al que paga a los tenedores de valores gubernamentales.

En el período 2000-2006 las acciones del gobierno se encaminaron a disminuir el monto de la deuda interna para evitar problemas de insolvencia y crisis fiscal, en un primer momento, el monto de la deuda externa disminuyó como consecuencia de la caída de la liquidez internacional, esto permitió al gobierno reestructurar la deuda con mejores condiciones, además otro factor importante fue el cambio en la composición de la deuda pública ya que la deuda interna incrementó su monto lo que generó un cambio en el destino de dichos recursos. Asimismo, la inversión extranjera también modificó el destino de sus recursos hacia proyectos de corto plazo, principalmente en PIDIREGAS, que se contabiliza como deuda pública interna.

⁶ En algunos casos, incluso pueden registrarse pérdidas, cuando el banco central no dispone de activos internos suficientes, y se ve obligado a emitir pasivos para efectuar las operaciones de esterilización.

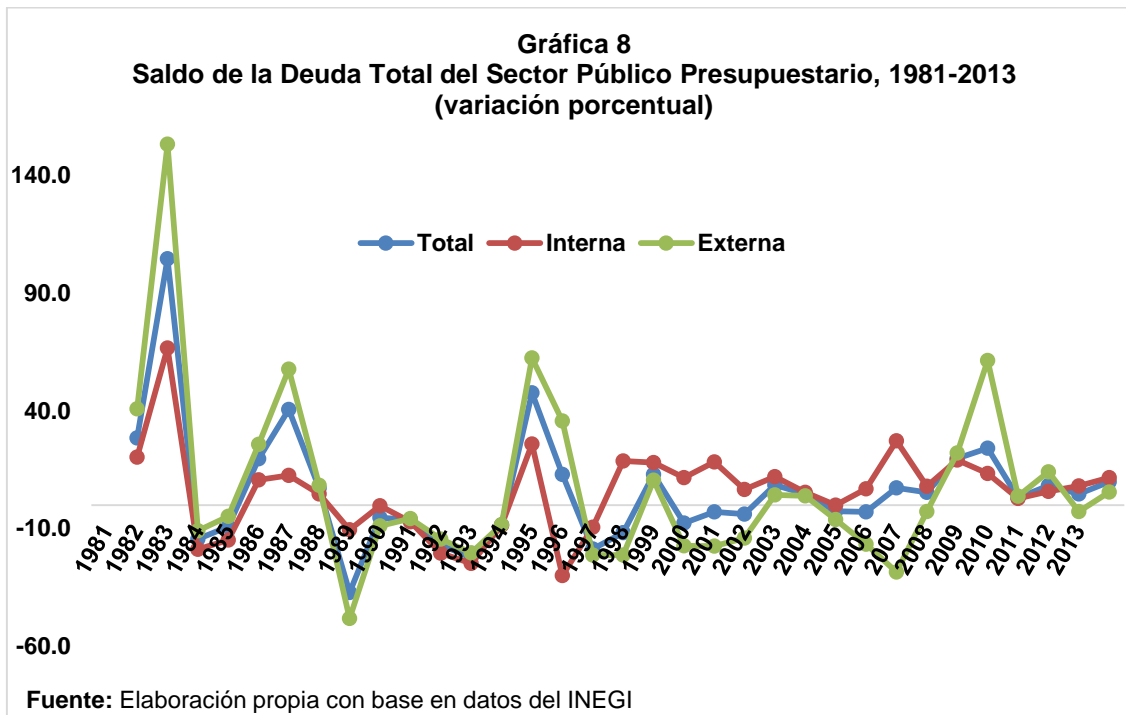
“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

Por otro lado, las finanzas públicas enfrentaron una serie de presiones derivadas del incremento de la deuda interna, principalmente en la deuda contingente, originada por el rescate bancario, el apalancamiento del fondo de pensiones y por los PIDIREGAS. A estas presiones se suma el costo que esta deuda genera, el cual está determinado por las variaciones de la tasa de interés que el Banco de México mantiene en un nivel alto para alcanzar sus objetivos de estabilización del tipo de cambio.

A pesar de que la política fiscal estuvo encaminada a reducir el crédito que demanda el sector público para evitar presiones sobre la tasa de interés y sobre las finanzas públicas, la deuda aumentó y las tasas de interés se han mantenido altas para atraer capitales y evitar prácticas especulativas que pudieran afectar a las finanzas públicas, ya que la captación de recursos por concepto de impuestos es baja.

Históricamente, la política de deuda pública interna en México estimuló el crecimiento económico a través del gasto público deficitario, pero a partir de la desregulación financiera (en la década de los años ochenta) cumple el papel de protección de las reservas internacionales del Banco México, pese a que se pagan altos rendimientos por la acumulación de éstas con un claro propósito anti-inflacionario, pero un alto costo fiscal para el erario público.

En este sentido, la deuda pública interna como mecanismo estabilizador del sector externo y del nivel de precios (mediante la estabilidad del tipo de cambio nominal) se convirtió en el principal instrumento para enfrentar los efectos de un sistema financiero internacional desregulado, que ha limitado e incluso obstaculizado la capacidad de la política fiscal para lograr el objetivo de crecimiento económico y la solvencia del sistema financiero nacional. Ya que a partir de 1994 se da un importante crecimiento de la deuda pública principalmente la deuda interna que se convirtió en el principal mecanismo para la captación de reservas.



En efecto, la colocación de valores públicos del gobierno mexicano con fines anti-inflacionarios no sólo ha estimulado la expansión y el carácter altamente especulativo de los mercados internacionales de títulos públicos, sino que se ha convertido en un obstáculo para las finanzas públicas, al entramparse en el “triángulo de incompatibilidad”⁷, por tal motivo, no existe margen para la independencia de la política monetaria y queda fuertemente limitada por los movimientos de capitales internacionales, que buscan altos rendimientos netos.

La política monetaria, con fines anti-inflacionarios se convirtió en una carga importante para la economía, ya que el costo financiero de la deuda (el pago de interés de la deuda total) ha representado desde el año 2000 aproximadamente el

⁷ Se refiere a que no se puede tener simultáneamente estabilidad de la moneda, movilidad de los capitales y autonomía de la política monetaria y por lo tanto, no se puede garantizar la estabilidad monetaria y asegurar la libre circulación de los capitales internacionales.

2.5% del PIB, lo que trae como consecuencia que los recursos que se emplean para cubrir este rubro, se dejen de utilizar en proyectos o programas sociales que mejoren las condiciones de vida de la población. Por lo tanto, se puede afirmar que el costo de la estabilidad monetaria es muy alto, ya que impide emprender acciones que permitan alcanzar un crecimiento económico sostenido que genere las condiciones para alcanzar el desarrollo económico.

Ante un incremento de las tasas de interés por parte del Banco de México, el gobierno coloca mayores volúmenes de deuda interna a tasas de rendimiento altas; pero el incremento en la deuda pública interna no tiene como destino el financiamiento de un déficit público generado por un aumento en la inversión o gasto del sector público (como históricamente había sido), sino el subsidio a los elevados niveles de acumulación de las reservas internacionales. Es decir, el gobierno federal cumple la función de “prestamista de última instancia”, al endeudarse mediante la emisión de valores gubernamentales (con el propósito de mantener estable la base monetaria) y cubrir los altos rendimientos a los tenedores tanto nacionales como extranjeros de dichos títulos.

Esta política monetaria restrictiva, sustentada en gran medida en la esterilización de divisas por parte del Banco de México, tuvo tres efectos contradictorios entre sí. Uno, la base monetaria ha mostrado un crecimiento sostenido en términos reales. Dos, el déficit público (que no se explica por la expansión del gasto público), casi igual al monto del pago de intereses de la deuda pública interna, manifiesta el efecto de la expansión de la emisión de valores gubernamentales (CETES). Tres, los ingresos de capitales han generado una fuerte expansión del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, que alcanzo lo 24.8 miles de millones de dólares.

CAPÍTULO V EL COSTO FISCAL DE LA ESTABILIDAD MONETARIA EN MÉXICO

El llamado Nuevo Consenso Monetarista (NCM) centra su análisis en un modelo de inflación objetivo (MIO) que se pronuncia a favor de un banco central autónomo que utilice las tasas de interés como instrumento de la política monetaria, con el propósito de alcanzar la estabilidad económica mediante una meta inflacionaria. Esto puede definirse como la aceptación de la hipótesis de la endogeneidad del dinero, toda vez que rechaza la anterior donde el banco central controla la oferta monetaria de manera exógena. La característica más notable de este nuevo paradigma es que el banco central no fija objetivos de crecimiento de la oferta monetaria, por lo tanto, los agregados monetarios pierden toda importancia con fines de control de política, siendo la tasa de interés el principal instrumento de control de la política monetaria.

5.1. El marco teórico de la política basada en metas de inflación.

El énfasis sobre la lucha contra la inflación se basa en los argumentos tradicionales del enfoque monetarista en donde la inflación: a) dificulta a los agentes económicos el reconocimiento de los cambios en los precios relativos de los bienes y servicios, ya que tales cambios se obscurecen por las fluctuaciones en el nivel general de precios. Como resultado, empresas y consumidores pueden tomar decisiones erróneas sobre producción y consumo, que conduzcan así a una deficiente asignación de recursos; b) conduce a más inversión especulativa y reduce la inversión productiva, debido a que las tasas nominales de interés incluyen una *prima por el riesgo inflacionario* para compensar a los acreedores por los riesgos asociados a la tenencia de activos nominales de largo plazo; y c) hace más probable que individuos y empresas desvíen recursos de usos productivos con el fin de protegerlos contra la inflación, lo que dificulta el crecimiento económico.

Además, una alta tasa de inflación lleva a tasas de inflación aún más altas, ya que alienta la fuga de capitales y puede incluso crear inestabilidad social y política, porque los grupos sociales más débiles frecuentemente son los que más sufren las

consecuencias de una mayor inflación, pues tienen posibilidades muy limitadas de protegerse contra ella.

El modelo de inflación objetivo se basa en la regla de Taylor y las principales características de este enfoque son, primero, que provee un marco preciso de política monetaria por medio del anuncio de metas oficiales de inflación; segundo la política monetaria está sujeta a reglas rígidas o flexibles, según sea el acuerdo institucional; tercero, que la tasa de interés es el único instrumento que se utiliza con fines de política y que representa un ancla nominal eficiente para la economía. El funcionamiento de esta ancla depende de la aceptación de la tesis de endogeneidad del dinero, ya que si no fuera así, controlaría la base monetaria, y cuarto, es condición necesaria para la aplicación de este modelo la autonomía del banco central, cuyo único objetivo sea el control de la inflación y finalmente se considera que el impacto de la política monetaria en objetivos distintos a la estabilidad de precios carece de importancia. Este último postulado se basa en dos supuestos importantes a saber, que la inflación es consecuencia de presiones sobre la demanda agregada y que la tasa “natural” de interés o de equilibrio produce un nivel de inflación que se acerca a cero la cual corresponde al equilibrio macroeconómico con plena utilización de los factores productivos.

Bernanke (1996) afirma que el esquema de metas de inflación aumenta la credibilidad del banco central, mejora la planeación del sector privado y la comprensión del público de las iniciativas de política monetaria. Las características que debe tener el ancla nominal en este modelo por un lado, que sea transparente y creíble y que además sea flexible para que sea capaz de absorber choques temporales y por otro que disminuya la volatilidad de los ciclos económicos con el propósito a fin de preservar la estabilidad de precios.

Este modelo se sustenta en dos supuestos fundamentales, importantes, primero, que la inflación es un fenómeno monetario provocado por un exceso de demanda determinado por la política monetaria y segundo que el banco central

puede aproximar la tasa de interés debido a que este determina la tasa de corto plazo, es decir, si $r_t \neq r^*$ solo habrá efectos inflacionarios y la política monetaria no tendrá efectos sobre la actividad económica. Por lo tanto, el éxito de este modelo depende más de la habilidad del banco central para comunicar sus metas y de su credibilidad, que de su respuesta ante fluctuaciones del producto o el desempleo (Bernanke, 1999).

Los defensores de las metas de inflación argumentan que estas institucionalizarían una *buena* política monetaria e impondrían disciplina a los bancos centrales renuentes. Mishkin identifica tres razones por las cuales los países podrían decidirse a adoptar metas de inflación; en primer lugar, algunos países con una historia de alta inflación querrán dar a la política monetaria un ancla sólida y creíble; segundo, los bancos centrales prefieren adoptar reglas claras y transparentes respecto de la política monetaria y, en ese sentido, ser responsables de su éxito; y tercero, los países desean minimizar los costos sociales y económicos que son resultado del incremento en la tasa de inflación.

Sin embargo, las estrategias de metas de inflación no son idénticas en todos los países, a pesar de algunas diferencias importantes en los regímenes existentes de metas de inflación, quienes los apoyan comparten una visión común de la inflación y del proceso inflacionario, así como del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Para ellos, la inflación es siempre un fenómeno estrictamente determinado por la demanda. Aunque el mecanismo de transmisión funciona de manera ligeramente diferente, el proceso subyacente continúa siendo el mismo, esto es, una visión de la inflación impulsada por la demanda.

Bajo el enfoque del NCM, el dinero desempeña un papel causal en la determinación de los precios y las tasas de inflación, vía el sistema bancario. De hecho, quienes proponen las metas de inflación admiten la endogeneidad del dinero, al menos implícitamente (Allsopp y Vines, 2000). No obstante, si el banco central establece tasas de interés por debajo de la tasa natural de interés, las empresas encontrarán más redituable pedir prestado al sistema bancario para

llevar a cabo sus planes de inversión y, de este modo, la producción crecerá (la brecha de producción se estrechará). Así, se crea dinero, y puede provocar inflación si el número de unidades monetarias se incrementa más rápidamente que la producción. El mecanismo de transmisión funciona mediante el sistema bancario, que crea dinero endógenamente para enfrentar las necesidades de producción y circulación.

Respecto a la inflación impulsada por los costos, quienes proponen el enfoque del NCM generalmente ignoran este fenómeno, argumentando que las fluctuaciones de la oferta son transitorias por su naturaleza o que se compensarán mutuamente como un camino aleatorio. Por lo tanto, el énfasis se pone estrictamente en la demanda, particularmente, en la brecha de producción. Por otro lado los efectos positivos de la política fiscal son considerados inflacionarios, por lo que cumplir con la meta de inflación es necesario que la autoridad monetaria este libre del *dominio fiscal*. En este sentido, lo mejor es que el banco central sea independiente, aunque esto no debe ser requisito estricto, por lo que no debe permitirse que la política fiscal dicte la política monetaria. Por consiguiente, quienes proponen las metas de inflación insisten en la disciplina de la política fiscal y en los presupuestos equilibrados (al menos durante todo el ciclo de negocios). El supuesto es que la política fiscal irresponsable conducirá a la inflación, por incrementar artificialmente la demanda o monetizar la deuda pública. Por lo tanto, el endeudamiento del sector público con el banco central debe ser mínimo o inexistente. En efecto el régimen de metas de inflación obliga a “la política fiscal a alinearse con la política monetaria”.

Después del ajuste devaluatorio de 1982, el tipo de cambio se utilizó como mecanismo para contener las presiones inflacionarias. La instrumentación de la estrategia de banda de flotación pretendía mantener un tipo de cambio nominal subvaluado, para alentar las exportaciones y promover la sustitución de importaciones, con lo cual el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se mantendría estable, siempre y cuando aumentaran las exportaciones de mercancías. Sin embargo, la pesada carga de la deuda externa y la imposibilidad

de obtener recursos frescos en los mercados financieros internacionales, presionaron sobre la balanza de pagos desde 1985.

El diseño de la política monetaria estaba fuertemente limitada por el efecto inflacionario de la devaluación, ya que mientras más elevado se fijase el tipo de cambio en el mercado controlado y más rápido para el deslíz posterior, mayor sería la presión sobre los precios. En este sentido, la política cambiaria que se instrumentó a partir de 1983 entró en contradicción debido a que por un lado, los objetivos de balanza de pagos requirieron de un tipo de cambio real subvaluado y; por el otro, la sobrevaluación del tipo de cambio nominal constituyó una fuente adicional de presiones inflacionarias. Ante esta contradicción, se buscó una trayectoria del tipo de cambio real adecuada a los objetivos macroeconómicos del programa de ajuste, que permitiera cumplir con el servicio de la deuda externa, controlar las presiones sobre el déficit externo y disminuir las presiones sobre los precios; optando por la estrategia de determinar el margen de subvaluación inicial.

Esta política cambiaria, se suponía, conduciría a la estabilidad de precios y estimularía la entrada de divisas para financiar el déficit en cuenta corriente. Se esperaba que con un superávit en la balanza comercial y altas tasas de interés reales, los principales componentes de la demanda agregada (consumo e inversión) disminuyeran, aminorando las presiones en los precios.

Así, mientras el tipo de cambio subvaluado permitía enfrentar las presiones externas, la política de tasas de interés altas contenían las presiones sobre el aumento en los precios. Sin embargo, la demanda externa no creció lo suficiente para reactivar la economía, y el alto crecimiento de un grupo importante de importaciones presionó sobre la balanza comercial, precipitando la crisis, con la consiguiente contracción en la actividad económica. La devaluación del peso se hizo inminente a finales de 1987, con el consecuente incremento en el nivel de precios.

Durante los tres últimos años del sexenio de Miguel de la Madrid los desequilibrios estructurales (déficit público, déficit externo, alta concentración del ingreso, desempleo) se agudizaron con el crecimiento acelerado de la tasa de inflación. Ello, obligaba al gobierno entrante de Salinas de Gortari a aplicar una política de ingresos (control de precios) de corte heterodoxo tendiente a controlar, en el corto plazo la inflación que estaba altamente determinada por el componente inicial. Se consideraba que se contaba con las condiciones económicas internas y externas necesarias para aplicar una política de precios e ingreso, tales como un tipo de cambio subvaluado, un alto volumen reservas internacionales y superávit en la comercial alcanzado.

La política de precios quedó plasmada en el Pacto de Solidaridad Económica, que se pone en marcha en diciembre de 1987, las primeras medidas fueron el aumento del tipo de cambio (que había permanecido subvaluado casi todo el sexenio anterior); incrementos sustanciales de los precios y tarifas de los bienes y servicios públicos; la fijación de altas tasas de interés; y la autorización al sector privado para que elevará sus precios, para luego estabilizarlos. El primer resultado de dicha política fue la alineación generalizada de precios tanto públicos como privados, que condujo inmediatamente a un descenso de la tasa de inflación.

El éxito de esta política dependía, por un lado, del control del tipo de cambio y de las políticas monetaria y fiscal contraccionistas, incluyendo la disminución de los salarios reales, y por el otro, del grado de confianza de los empresarios y banqueros sobre la continuidad y cumplimiento de tales políticas. Esto último, dependía de la desregulación económica (apertura comercial y liberalización financiera), incluyendo el previo saneamiento de las finanzas públicas mediante la privatización del sector paraestatal, dejando que las libres fuerzas del mercado actuarán.

5.2 Implementación de la política monetaria de metas de inflación. El mecanismo de transmisión

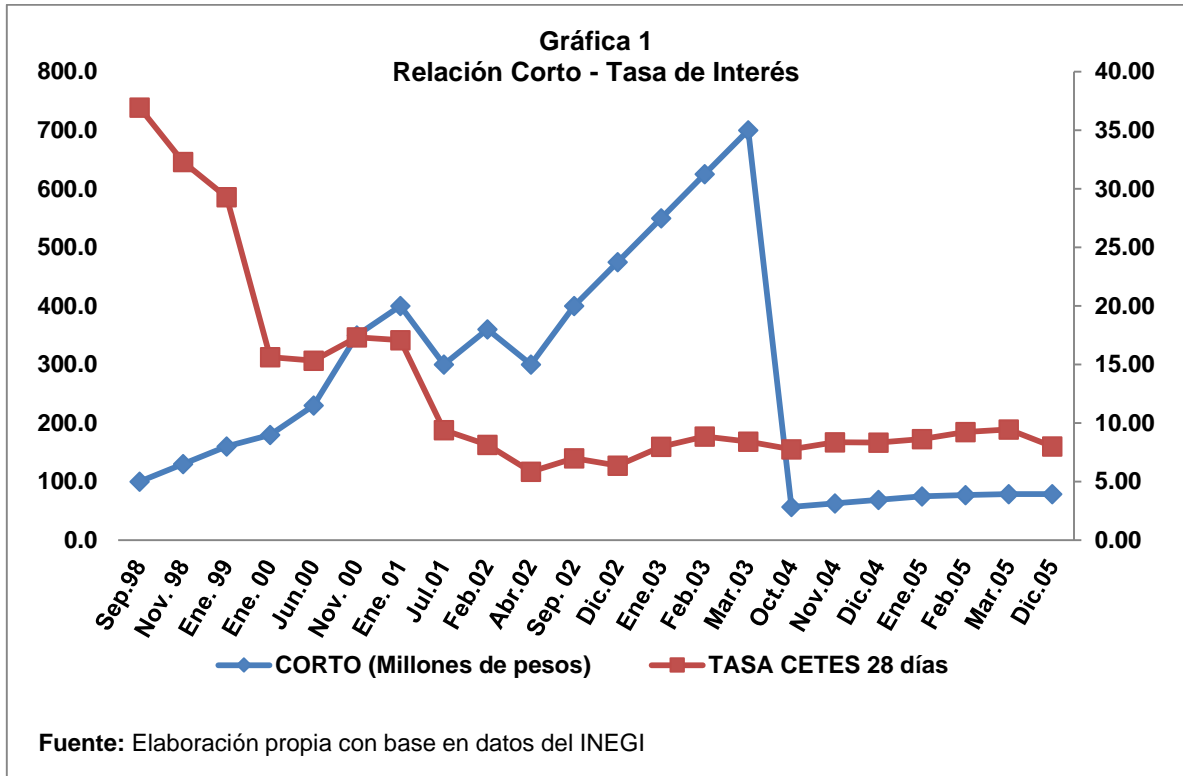
Para 1994 la política monetaria se había orientado a evitar una expansión excesiva de la base monetaria; la práctica común del Banco de México era la de

ajustar diariamente el monto de la base monetaria a la demanda esperada de ésta, sujeto a que la variación resultante de la misma base no afecte las metas inflacionarias. Si el cumplimiento del objetivo de reducir la inflación se ponía en duda, el Banco seguía atendiendo la demanda diaria de base, pero a tasas de interés superiores a las del mercado

En el programa monetario para 1997 el Banco de México tuvo como objetivo principal abatir la inflación del 15 %, por tanto el banco central se comprometió a no efectuar operaciones de mercado abierto con la finalidad de generar saldos acumulados positivos en el conjunto de cuentas corrientes de las instituciones de crédito, lo que daba indicio de una política monetaria contractiva y adicionalmente, se decidió publicar la trayectoria diaria esperada de la base monetaria para el año además de incorporar límites trimestrales a la variación del crédito interno neto del banco central.

En 1998 el banco central se comprometió a ajustar la oferta de dinero primaria a la demanda de base monetaria y operó con un objetivo cero de saldos acumulados que lleva al sistema bancario. En marzo de este mismo año, como consecuencia de la crisis asiática y el colapso ruso, se deterioraron las expectativas y se redujo la entrada de capitales externos, lo que provocó la devaluación del peso y la intervención del Banco de México imponiendo un “corto” inicial de 20 millones de pesos y que posteriormente se elevó hasta 70 millones de pesos (ver gráfica 1).

Debido a que las acciones de política monetaria inciden sobre la inflación con rezagos en 1999 se introdujo un objetivo de inflación de mediano plazo. Este objetivo es disminuir la tasa de inflación de tal manera que converja, en el año 2003, con la inflación de los principales socios comerciales de México. Mientras que el objetivo de inflación anual se fijó en 13%, por lo que en ese año el “corto” aumentó de 130 a 160 millones de pesos, nivel en el que se mantuvo durante el resto del año (ver gráfica 1).



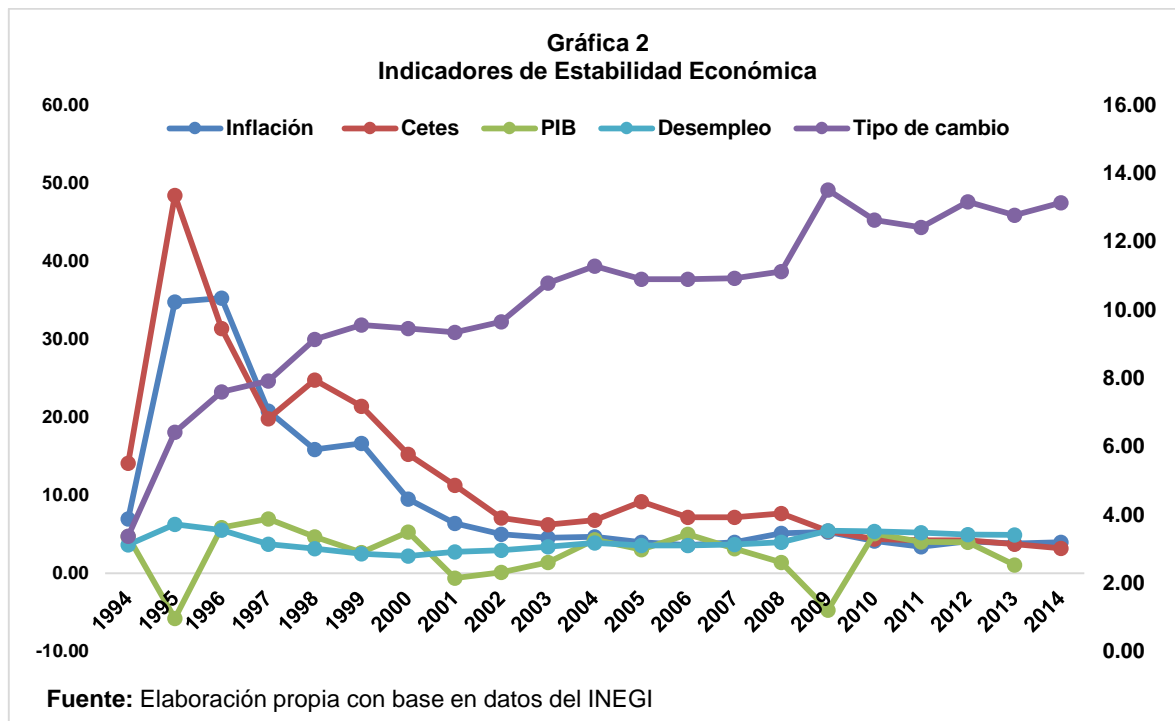
Para el año 2000, se adoptó como meta que la inflación no excediera del 10%, pero dado que las expectativas se encontraban por arriba de la meta y que al iniciar el año los precios se incrementaron de manera incompatible con la meta de inflación, el corto se amplió de 160 a 180 millones de pesos y durante el año la Junta de Gobierno decidió ampliarlo en dos ocasiones más hasta llegar a los 350 millones de pesos, esto con la finalidad de alcanzar la meta de inflación para el año siguiente. A partir de ese mismo año, el Banco de México comenzó a publicar reportes trimestrales de inflación con la finalidad de mantener una mayor comunicación con los agentes económicos (ver gráfica 1).

El objetivo de inflación que se estableció para 2001 fue que esta debería ser significativamente inferior al resultado que se obtuviera en el 2000 y se cumplió ya que esta fue solo de 4.4% en parte debido a la desaceleración económica de Estados Unidos, el anuncio de una política fiscal favorable para la estabilización y por la reducción de las expectativas inflacionarias.

En 2002 se tomaron decisiones importantes en la gestión de la política monetaria debido a que el objetivo de inflación a largo plazo se fijó en términos del INPC y se fijó la meta de inflación para 2003 y los años siguientes en 3%, se estableció un intervalo de variabilidad de un punto porcentual alrededor del objetivo, y finalmente se estableció que las decisiones de política monetaria se anunciarían en determinadas fechas y vendrían acompañadas de boletines de prensa en los que se explicarían los instrumentos, esto último con la finalidad de reducir la incertidumbre acerca de la incertidumbre sobre la evolución futura de la economía. Por tanto, en el Programa Monetario de 2002 se estableció una meta explícita de inflación, el marco para la instrumentación para la política monetaria, un análisis de coyuntura económica y presiones inflacionarias y una política de comunicación con el público.

En el 2003, a pesar de la postura restrictiva de la política monetaria, las expectativas inflacionarias aumentaron debido la depreciación del peso frente al dólar, como consecuencia de la incertidumbre provocada por el conflicto bélico de Irak, a lo que el Banco Central respondió elevando el “corto” por lo que las tasas de interés aumentaron, lo que contribuyó a reducir las expectativas de inflación, que finalmente estuvo dentro de la meta al considerar que esta contempla un punto porcentual más o menos. Durante el año siguiente, 2004, se presentaron incrementos en los precios internacionales de las materias primas relacionado con el aumento de la demanda de estos productos por parte de economías en crecimiento, como el caso de China y las adversidades climáticas en México y Estados Unidos que afectaron la oferta de algunos productos alimenticios. Como consecuencia, la inflación se vio afectada por los factores ya mencionados y por las expectativas de a la alza que afectaron las negociaciones salariales, por lo que el Banco de México tuvo que intervenir en el mercado en nueve ocasiones a lo largo de este año. Finalmente la cifra de inflación fue del 5%, lo que se considera fuera de la meta por estar dos puntos porcentuales arriba (ver Gráfica 2).

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”



En el 2005 se normalizó la oferta de productos agrícolas y las presiones por precios internacionales de materias primas fueron disminuyendo, aun así se decidió no relajar la política monetaria hasta finales de agosto, mes en que empezó a relajarse gradualmente la restricción monetaria.

Durante el 2006 la inflación estuvo determinada principalmente por la fluctuación de los precios de algunos bienes agropecuarios que se vieron afectados por condiciones climáticas adversas, como el caso del jitomate y la cebolla y el inicio de los incrementos en el precio del maíz derivado de una mayor demanda internacional con el fin de producir etanol, lo que afectó el precio de la tortilla además de la cadena de producción maíz-tortilla. Sin embargo, al finalizar el período la cifra de inflación observada nuevamente convergió con la meta establecida.

Desde finales de la década de los setenta, la economía mexicana registró una generación insuficiente de ahorro interno, que fue compensado con deuda externa. Para 1982, este componente dejó de fluir al país, sin que su caída se viera compensada por el incremento del ahorro interno; situación que se vio aligerada por

el superávit en la balanza comercial debido al incremento en las exportaciones manufactureras, y por la caída en la inversión bruta fija durante los años 1983 a 1986. Ambos factores tuvieron un efecto positivo en la balanza comercial. Todo indicaba que la restricción del crecimiento por parte del ahorro interno se estaba resolviendo, ya que durante el periodo 1988-1990, la tasa de ahorro interno total representó en promedio el 20 por ciento como proporción del PIB. El ahorro privado alcanzó su nivel más alto en 1988; sin embargo, a partir de 1990, éste inicia un deterioro rápido, mientras que el ahorro público presentaba un severo desplome en 1988, con una tasa negativa, y un comportamiento débil en los años posteriores.

La desaceleración en la acumulación y en la producción, que distinguieron a esta fase del ciclo, respondieron a la fuga de demanda que tuvo lugar vía las crecientes importaciones de las empresas y familias debido a la apertura externa, y alimentada por la sobrevaluación del peso y el incremento en el crédito, que estimuló el crecimiento del consumo. En tanto que la oferta exportable experimentó una caída que fue consecuencia del ciclo recesivo en que entró la economía estadounidense, a partir de 1990, y de las economías industrializadas europeas en 1992.

Con la disminución del ritmo inflacionario, el menor deslizamiento del tipo de cambio y la expansión de la liquidez motivada por el elevado ingreso de capitales del exterior, permitieron una significativa caída en las tasas de interés nominales, aunque en términos reales se mantuvieron elevadas por periodo prolongado. Si bien la afluencia de recursos externos por la vía de la cuenta de capital, permitió elevar las reservas internacionales, mantener fijo el tipo de cambio nominal, y en esa medida, controlar las presiones sobre el nivel de precios internos; también es cierto que la excesiva entrada de divisas obstaculizó el control de los agregados monetarios y el manejo de las políticas de tasas de interés y tipo de cambio. Esto permitió, una asignación de recursos en favor de la producción de bienes internos para los sectores de altos ingresos y bienes exportables, descuidando los sectores productores de bienes de consumo masivo y de bienes sustitutos de importaciones.

Ante la entrada masiva de capitales externos, y dado el esquema de flotación del tipo de cambio, el Banco de México llevó a cabo un manejo discrecional del crédito interno; de ahí que este desempeñará un papel central en la política de control de los precios internos. Al actuar sobre la base monetaria, el Banco de México influyo sobre las tasas de interés y el tipo de cambio y, a través de ello, sobre la trayectoria del nivel general de los precios.

La desaceleración de la economía mexicana de finales de 1994, estuvo influida por diversos factores tanto internos como externos; sin embargo, quizás el factor más importante fue la creciente tensión en los circuitos monetarios y financieros, que fue consecuencia del rápido crecimiento del déficit en la balanza comercial y en la cuenta corriente de la balanza de pagos, así como de la marcada tendencia a la sobrevaluación del peso. La explosión del déficit externo fue el resultado del viejo problema estructural de la restricción externa, pero agravado ahora por la apertura externa indiscriminada, y por el efecto expansionista en la demanda agregada, generada por los crecientes flujos de capital externos. Estos últimos, si bien permitieron mantener el tipo de cambio fijo (pero sobrevaluado); también generaron fuertes desequilibrios en la balanza comercial. En este sentido, debe señalarse que dicho déficit comercial no fue provocado por una caída de las exportaciones, las cuales crecieron a tasas satisfactorias, sino de un inesperado boom de las importaciones, tanto de bienes de consumo como bienes intermedios y de capital (Huerta 2002).

El deterioro del sector externo y la incertidumbre provocada por las negociaciones del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá, los acontecimientos políticos, la necesidad de captar crecientes sumas de capitales en el exterior, así como la obsesión monetarista por bajar al máximo la inflación, orillaron a la aplicación de una política monetaria restrictiva, basada en la fijación de altas tasas reales de interés. Sin embargo, el efecto contraccionista de la política monetaria fue superior al esperado; el crecimiento anualizado del PIB que en el tercer trimestre de 1992 fue del 3.8 por ciento, descendió a 2.1 por ciento en el

cuarto trimestre de ese mismo año. Durante 1993, la economía permaneció estancada con un crecimiento del 0.4 por ciento, registrándose durante el tercero y cuarto trimestre de ese año tasas negativas. La desaceleración de la actividad económica se combinó con fenómenos de sobreendeudamiento de las empresas y de los consumidores, así como con altos niveles de cartera vencida de los bancos, lo que generó tendencias deflacionistas en la economía. Esto generó un escenario muy peligroso: recesión con devaluación y alto endeudamiento.

En este contexto de alta fragilidad macroeconómica, el comportamiento de las exportaciones indicaba la presencia de un tipo de cambio real consistente con los propósitos de la política comercial. En efecto, la creciente apreciación real del peso fue compatible con el crecimiento de las exportaciones, las cuales se concentraron en las grandes empresas transnacionales productoras de bienes intensivos en mano de obra y en las maquiladoras. Situación que pudieron enfrentar la mayoría de las empresas mexicanas dada la carencia de tecnología, sistemas de organización, mercadeo y cultura empresarial. La apertura comercial combinada con la apreciación del peso fomentó la entrada masiva de importaciones que rebaso con mucho la capacidad y velocidad de ajuste de las empresas mexicanas, cuyos niveles de competencia son bajos.

La apreciación cambiaria fue un punto fundamental en el proceso deflacionario que se observó durante el periodo 1989-1994, ya que durante 1991 el deslizamiento del peso se redujo a la mitad (40 ctvs. Promedio diario) y no fue sino hasta octubre de 1992, cuando se retomó el ritmo de deslizamiento de 40 ctvs promedio al día. Esta política de sobrevaluación del peso, además de ser soporte de la estabilización de precios y permitir la obtención de financiamiento privado a bajas tasas, así como la captación de capital especulativo, permitió al régimen en el plano político ofertar un boom de consumo. En contrapartida, se bloquearon canales de transmisión de la notable expansión del comercio exterior al crecimiento de la economía en su conjunto.

5.3 Flujos de capitales externos

El comportamiento superavitario de la balanza comercial y de la cuenta corriente alcanzado durante el ajuste recesivo de 1983-1987, se volvió deficitario a partir de 1988. Esto hizo evidente las deficiencias estructurales del aparato industrial para generar divisas que financiaran la acumulación, agravada por la premura con la que se venía ejecutando la apertura comercial. En este contexto, en 1992 se concibió como una restricción temporal, que sería superada con los ingresos de capital y conforme se fuera consolidando el perfil exportador de la economía. Esto último tendría lugar con la renovación del aparato tecnológico, los incrementos en la productividad y el creciente vuelco en favor de las exportaciones no petroleras.

Se consideraba que una vez que las importaciones de bienes de capital y otros factores provenientes de la reforma estructural consolidaran la modernización productiva aumentaría la tasa de crecimiento de la productividad, garantizando mayores exportaciones netas aún con el mismo tipo de cambio real. Durante la transición, las entradas de capital financiarían la brecha de la balanza de pagos. Mientras tal consolidación tenía lugar, la recuperación propiciaba un aumento de la propensión marginal a importar lo mismo que del coeficiente de importación por unidad exportada, provocando una creciente necesidad de divisas en condiciones de progresivo estancamiento de la capacidad de generación de excedente comercial. Esta creciente restricción externa pondría de relieve una de las principales debilidades del proceso de recuperación, misma que dejaba ver la imposibilidad de llevar a cabo el mentado cambio estructural, dada la tendencia hacia la reducción del ahorro interno y que por consiguiente, acentuará los requerimientos estructurales de captación de ahorro externo.

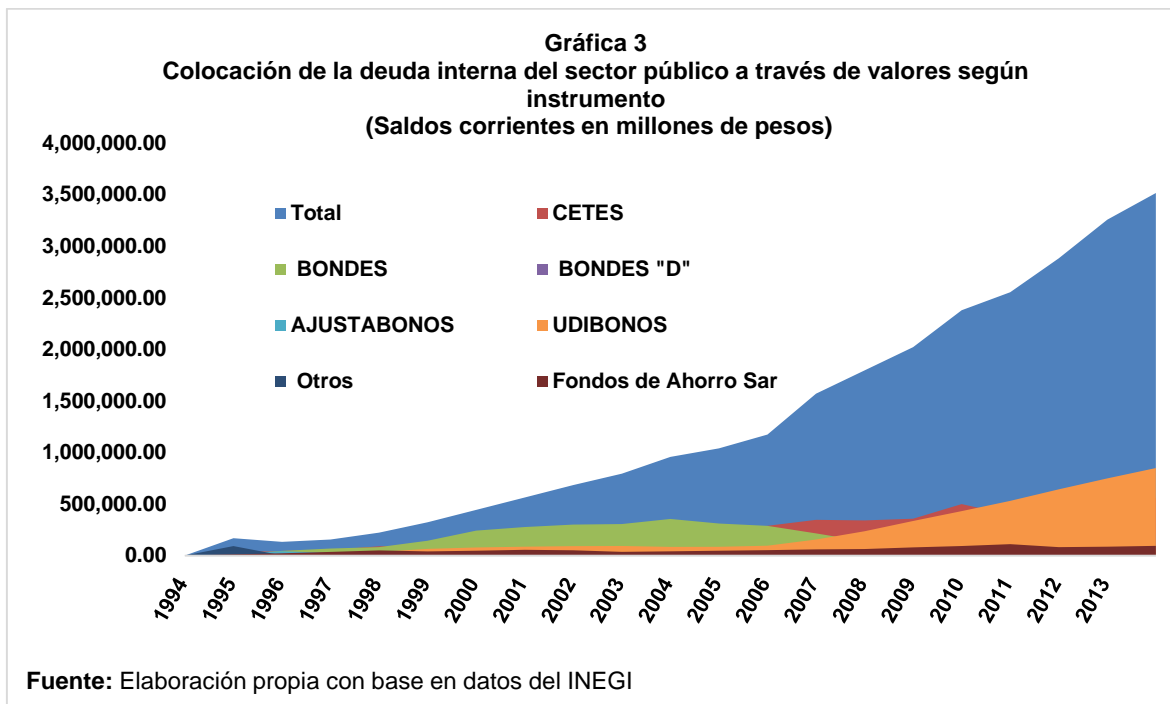
5.4 Expansión del mercado de títulos públicos y deuda pública interna.

Con el inicio de la estrategia neoliberal de modernización económica en México, fue necesario reestructurar y liberalizar el sistema financiero, a través de un programa de reformas que, según este enfoque, permitiría en primer lugar, elevar

la eficiencia técnica, la calidad y la competitividad; y en segundo, disminuir los costos de operación y diversificar los servicios y los productos financieros. En este sentido, la hipótesis sustentada por McKinnon y Shaw en 1973, fue precisamente que la represión financiera era la causa de las distorsiones en la determinación de la tasa de interés y en la asignación eficiente del crédito. Por ello, la recomendación hecha por estos autores fue desregular a las economías, tanto desarrolladas como en desarrollo para estimular el crecimiento económico, ahorro interno y desarrollo tecnológico del sistema financiero (López, 2001).

En este sentido, el proceso de desregulación y liberalización financieras, propiciaron la aplicación de una estrategia de reestructuración de la deuda pública, tanto interna como externa, que a su vez, fortalecería dicha desregulación y liberalización, que canalizaría los flujos financieros entre el país y el resto del mundo, así como entre los agentes económicos dentro de la economía nacional. La carga de deuda pública interna, se redujo significativamente debido a que el Gobierno realizó amortizaciones con parte de los fondos obtenidos de la venta de las empresas públicas; y por la reducción de la tasa de interés de dicha deuda, que se dio como consecuencia de la desaceleración de la inflación. Estos dos efectos provocaron una demanda de fondos menor para cubrir sus servicios, lo cual contribuyó a disminuir los saldos de la misma.

Cabe resaltar, que con la reducción de sus montos, se ampliaron los plazos de la deuda pública interna, los cuales en 1991, llegaron a un promedio de vencimiento de 376 días (ver Gráfica 3). La emisión de deuda pública interna en el período de alta regulación del sistema financiero mexicano respondió principalmente a la necesidad de financiamiento del déficit público, de esta forma el diferencial entre la colocación anual de valores gubernamentales y el déficit económico era muy cercano a cero. El Banco de México, al actuar como agente colocador de la deuda pública interna en el sistema bancario regulado, mantenía un equilibrio entre los depósitos que recibía de los bancos comerciales y el financiamiento que concedía al gobierno federal y a los bancos comerciales.



La desregulación financiera por su parte, generó movimientos de capital especulativo, donde la desproporción entre el crecimiento de la liquidez internacional y el comercio mundial de mercancías obligó a los gobiernos de los países a priorizar en el corto plazo el equilibrio de la cuenta de capital con el exterior, relegando a segundo término el equilibrio de la balanza comercial. Esto ha generado la aparición del “mal holandés”, es decir, la sobrevaluación de los tipos de cambio apoyados en un flujo de capitales atraídos por altas tasas de interés.

La desregulación financiera ocurrió simultáneamente con una reducción en el tamaño del Estado y el saneamiento de sus finanzas, lo que permitió una canalización masiva de recursos financieros al sector privado de la economía. En este contexto, las reformas financieras aplicadas después de una fuerte liberalización del comercio exterior, propiciaron el deterioro de la balanza en cuenta corriente y presionaron al gobierno para aplicar una política proteccionista respecto a las reservas internacionales, mediante la colocación de deuda interna más allá de su necesidad presupuestaria y a elevadas tasas de interés.

La política monetaria implementada en la década de los años ochenta, estuvo dirigida a combatir la inflación, acompañado de la imposición de mecanismos de mercado, particularmente de la tasa de interés como principal instrumento de política monetaria y operaciones de mercado abierto, sin lograr imponer condiciones de competitividad en el sector financiero.

El establecimiento del control de la inflación como objetivo prioritario de la política monetaria obstaculizó el poder de la política fiscal para estimular la demanda agregada, por otro lado el manejo de la política fiscal estuvo sustentado en la tesis neoclásica-monetarista donde establecen la relación de causalidad entre el déficit público y la inflación sin tomar en cuenta el efecto negativo que tiene el déficit público sobre el consumo e inversión privados y, por lo tanto, en los ingresos públicos.

En este sentido el incremento de la tasa de interés no fue resultado de un mayor gasto público, por gastos crecientes de acumulación o corriente, más bien induce a mayores gastos (intereses) y genera crisis financieras y recesiones económicas. Por un lado, se incrementó el peso de la deuda, el pago de intereses y el gasto público; asimismo, hay déficit fiscal y disminuye el gasto en inversión e incluso el gasto corriente. Esto provoca un superávit en el balance primario del sector público que reduce la capacidad productiva. Por otro lado, el monto de la deuda privada se incrementa como consecuencia del aumento en las tasas de interés y se reduce aún más la actividad económica, el empleo y la demanda efectiva. Esto reduce la capacidad de pago de las empresas y familias, lo que provoca una crisis bancaria.

El aumento de la emisión de bonos tuvo como objetivo liberar los créditos bancarios del financiamiento público e imponer mecanismos de mercado. Se buscó profundizar y diversificar el sector financiero no bancario, sin embargo, esto no ocurrió por el alto margen financiero que se mantuvo en este sector (ver Gráfica 3).

En este sentido, la desregulación mantuvo el carácter oligopólico del sector bancario, adquirido una vez conformada la banca universal (Tello, 2002).

Por su parte, los mercados de acciones y obligaciones se debilitaban debido al efecto negativo del aumento de las tasas de interés nominales sobre el precio de los títulos. Debido al período inflacionario y al estancamiento económico de la década de los setenta, se incrementó la desconfianza de los bancos para otorgar créditos de largo plazo ya que implicaban riesgo sobre los precios (altas tasas de interés) y riesgo de insolvencia de las empresas.

Ante esta situación, los títulos se convirtieron en una opción más atractiva debido a su alta liquidez y a su menor dependencia de las variaciones del capital industrial. En la década de los años ochenta, debido a la alta subvaluación de las acciones y obligaciones (como consecuencia de la alta inflación) los títulos gubernamentales presentaban un potencial de apreciación alto, como consecuencia del proceso de desinflación estimulado por el descenso en las tasas de interés nominales. En este contexto, la rápida expansión del mercado financiero fue inminente, que además estuvo estimulado por la reestructuración industrial mediante fusiones y adquisiciones (Levy, 2001).

La aplicación de dicha política, sumado a la revolución informática y la tecnología en comunicación aceleró el rompimiento de los monopolios de la información de los bancos y mejoró la eficiencia de los mercados financieros en términos de volumen y velocidad de las operaciones. En este sentido, las innovaciones tecnológicas facilitaron el ingreso de las empresas y los prestatarios a los mercados de títulos. De la misma forma, los nuevos productos financieros estimularon el interés y preferencia de las sociedades por los mercados financieros como fuente de capital. Este desplazamiento en beneficio de los títulos y en detrimento de los préstamos bancarios disminuyó la participación de los bancos en el sistema de crédito; en tanto que las instituciones financieras emisoras de títulos, como fondos mutualistas y los fondos de pensiones, se vieron favorecidas.

Ante la fuerte competencia por la obtención y colocación de fondos, los bancos optaron desde mediados de la década de los años noventa por sumarse al proceso de titularización del crédito mediante algunos mecanismos: i) realizaron inversiones masivas de títulos; ii) transformaron un importante porcentaje de sus préstamos en títulos con lo que por un lado, compartieron riesgo y por el otro, aceleraron la rotación de sus fondos prestables; iii) los bancos administraron fondos mutualistas y fondos de pensiones, profundizando su carácter de instituciones financieras y iv) estas actividades generaron comisiones más altas y estables que el ingreso proveniente de los intereses.

La creciente participación de los bancos en el mercado de títulos permitió que un alto volumen de dinero “fresco” se canalizara al financiamiento de los mercados de títulos a través de la apertura de créditos bancarios renovables y de líneas de crédito a los inversionistas institucionales, a los corredores de Bolsa, a los bancos que garantizaban la emisión de nuevos títulos. En efecto los bancos posibilitaron que los mercados financieros se volvieran más líquidos y, por lo tanto, más seguros. Además, su oferta de fondos también permitió la compra de títulos financieros por endeudamiento. Con este mecanismo de apalancamiento se incrementaban las ganancias potenciales provenientes de las operaciones en títulos, al mismo tiempo, que disminuía el monto de capital adelantado con fondos propios. Finalmente, los bancos comerciales aceptaron la utilización de los títulos suplementarios, permitiendo a los inversionistas financieros efectuar transacciones de alto valor con un aporte muy bajo de capital propio (López, 2003).

La liberalización financiera propició que los mercados de títulos públicos se convirtieran en uno de los sectores más dinámicos y atractivos del mercado financiero internacional. En efecto, estos títulos han registrado un crecimiento extraordinario desde mediados de la década de los años ochenta, primero en los países industrializados y posteriormente en las economías en desarrollo. En la actualidad, las operaciones con títulos públicos superan con mucho a las de otros segmentos del mercado financiero, con excepción del mercado cambiario.

Los persistentes déficit públicos en los países en desarrollo incentivaron la expansión del mercado primario de títulos públicos, que a su vez estimuló las operaciones en su respectivo mercado secundario, el cual presentó un crecimiento todavía más acelerado debido al carácter altamente especulativo de las operaciones que se realizaron. No obstante, cuando el déficit público disminuyó, la emisión de valores gubernamentales en países en desarrollo dejó de ser una fuente de financiamiento del gasto público para convertirse en una estrategia antiinflacionaria que neutralizara los efectos de los flujos de capital externo sobre la oferta monetaria. En este sentido, el incremento de la deuda pública interna mediante la colocación de títulos públicos se convirtió en una fuente de subsidios a la acumulación del nivel de reservas internacionales, que se refleja en el déficit público cuyo origen es el pago de intereses por este tipo de deuda.

La entrada y salida de capitales externos ha propiciado que los gobiernos de los países en desarrollo recurran a la colocación de valores gubernamentales como un mecanismo de control sobre la oferta monetaria, con el objetivo de mantener la estabilidad de precios. En este sentido, el déficit público generado por el alto endeudamiento de los gobiernos ha sido la base de la estrategia antiinflacionaria de muchas economías en desarrollo, entre ellas la mexicana.

Con la adopción del tipo de cambio como ancla nominal en 1988, se buscaba influir en las expectativas de inflación; para ello se implementó el mecanismo de banda cambiaria. Con este propósito, durante 1988-1994 las acciones del Banco de México se orientaron a mantener un tipo de cambio dentro de una banda, a través de operaciones de esterilización, en tanto que las variaciones en la liquidez se compensaban por medio del crédito interno neto. Esta política anti-inflacionaria basada en el tipo de cambio como ancla nominal, indujo cambios en los objetivos y ejecución de la política monetaria.

El reconocimiento implícito de este mecanismo ha conducido al Banco de México a utilizar de manera persistente al tipo de cambio como ancla nominal en su política anti-inflacionaria, a pesar de que la crisis cambiaria y financiera de 1994

mostró la inviabilidad a largo plazo de esta estrategia. En efecto, el tipo de cambio no puede adoptarse como un ancla permanente para controlar la inflación, debido a que los tipos de cambio fijos estimulan el crecimiento acelerado del crédito, elevan la vulnerabilidad de los intermediarios en moneda extranjera, y agravan el deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Factores que al actuar en conjunto, profundizan los ciclos económicos.

El bajo desarrollo del mercado de capitales explicó que el mecanismo de transmisión a través de la tasa de interés fuera poco relevante. Al respecto, cabe señalar que los instrumentos de renta fija con vencimientos mayores a un año, representaron menos del 5 por ciento del agregado M4; por tanto, las variaciones en sus precios, como efecto de las variaciones en las tasas de interés, son mínimas. Por su parte, el mercado de títulos de renta variable sigue siendo muy reducido, el valor de mercado de las acciones en circulación, como proporción del PIB, registró su máximo histórico en 1999, con el 32 por ciento, para descender a 17 por ciento en 2002 y 25 por ciento en 2004. Además, los efectos netos de las variaciones de las tasas de interés sobre las cotizaciones de los títulos son ambiguos, debido a que dichas variaciones generan efectos distintos sobre el dividendo esperado y la tasa de descuento a la que los títulos se capitalizan.

En este marco, el Banco de México, con el propósito de mantener la estabilidad en la tasa de interés, y en el tipo de cambio, se vio obligado a cubrir la demanda de base monetaria. Así, mientras el tipo cambio nominal estable permitió reducir las fluctuaciones en el nivel de precios, la estabilidad en las tasas de interés asegura la solvencia del sistema bancario.

A partir de 1995 la política monetaria en México operó principalmente a través del control de la liquidez. Mediante el régimen de saldos acumulados para períodos de cómputo de 28 días naturales, el Banco de México indujo a las instituciones de crédito a no mantener en promedio, saldos positivos, ni incurrir en sobregiros en sus cuentas, así como para que procuren compensar con otros bancos sus sobrantes y faltantes de recursos a tasas de interés de mercado.

Durante el período de cómputo el Banco de México no remunera los saldos positivos ni cobra interés alguno por los sobregiros que se registren al cierre del día, cuando éstos se encuentren dentro de ciertos límites. Al cierre del período de cómputo, el Banco de México cobra por los saldos acumulados negativos una tasa de interés equivalente a dos veces una tasa representativa de las condiciones prevaecientes en el mercado de dinero (actualmente para este fin se utiliza la tasa de Cetes a 28 días en colocación primaria). Esto, con la finalidad de que se regulen los costos en que incurran los bancos cuya cuenta registre un saldo acumulado positivo al final del período de cómputo y los que deban pagar por no haber compensado sus sobregiros.

El objetivo de la política monetaria implementada a partir de 1995 fue frenar las presiones inflacionarias generadas por la crisis cambiaria-financiera; entre las principales medidas que se instrumentaron están: por un lado, la contracción de la base monetaria que se convirtió en el agregado monetario fundamental para instrumentar la política monetaria, cuya regulación se realizaría a través del “corto” monetario; por el otro, la liberalización de las tasas de interés que dejaron de ser un precio objetivo, para quedar determinadas por el mercado (ver Gráfica 3).

La contracción monetaria y el aumento de las tasas de interés, provocaron una disminución abrupta del financiamiento interno, conduciendo a las pequeñas y medianas empresas y, en consecuencia, al sistema bancario en la antesala de la quiebra. En la misma situación se colocó una alta proporción de los tarjeta-habientes, esta situación en su conjunto, explica, el alto coeficiente de cartera vencida de la banca comercial, que condujo a la contracción del crédito y por ende de la demanda agregada.

La revalorización de los adeudos bancarios provocada por el aumento drástico de las tasas de interés, condujo al incremento de la carga financiera de empresas y familias y a una drástica contracción de la oferta del crédito por parte de los bancos. La restricción crediticia profundizó la fragilidad del sector bancario, por un lado, y la

vulnerabilidad de los deudores por el otro. Ello se reflejó de inmediato en una caída de la actividad económica.

Si bien la profunda caída del PIB entre 1994 y 1995, restó presión sobre los precios, no fue este el principal mecanismo deflacionario sino el manejo del tipo de cambio. En efecto, a partir de 1996 el tipo de cambio nuevamente sería utilizado como ancla de la política monetaria. Esto lo demuestra la rápida erosión del nivel de subvaluación del peso, que pasó de -16.8 % en 1995, a sólo -3.6 % en 1996. A partir de este último año el tipo de cambio mantendría un alto nivel de sobrevaluación, lo cual se reflejó en una menor inflación. Esta relación de causalidad es muy clara durante los años 2000-2005, ya que a medida que se incrementa la sobrevaluación, la tasa de inflación disminuyó.

La función de ancla monetaria que se le ha asignado al tipo de cambio está apoyada en los flujos de capitales externos, mismos que han permitido acumular un alto monto de reservas internacionales. Sin embargo, esta mejora en la cuenta de capitales no guarda ninguna relación con el deterioro de la balanza comercial y la cuenta corriente. En el caso de la balanza comercial, la sobrevaluación del tipo de cambio genera un efecto negativo, por un lado, al elevar los precios de las exportaciones (efecto impuesto), contrae su volumen y, por el otro al disminuir el precio de las importaciones (efecto subsidio) induce a una elevación de éstas. El resultado conjunto de estos efectos es el deterioro de la balanza comercial. Por el lado de la balanza en cuenta corriente, además del deterioro de la balanza comercial, debe sumarse el efecto de la devaluación en el pago de intereses de la deuda externa; aunque éste se aminora a medida que el nivel de sobrevaluación del tipo de cambio se eleva.

En consecuencia, la sobrevaluación del tipo de cambio se ha constituido en el principal mecanismo de control de la inflación; lo que confirma que el mecanismo de transmisión de la política monetaria va del tipo de cambio a los precios, paralelamente, la contracción de la demanda agregada y, por ende la caída de la

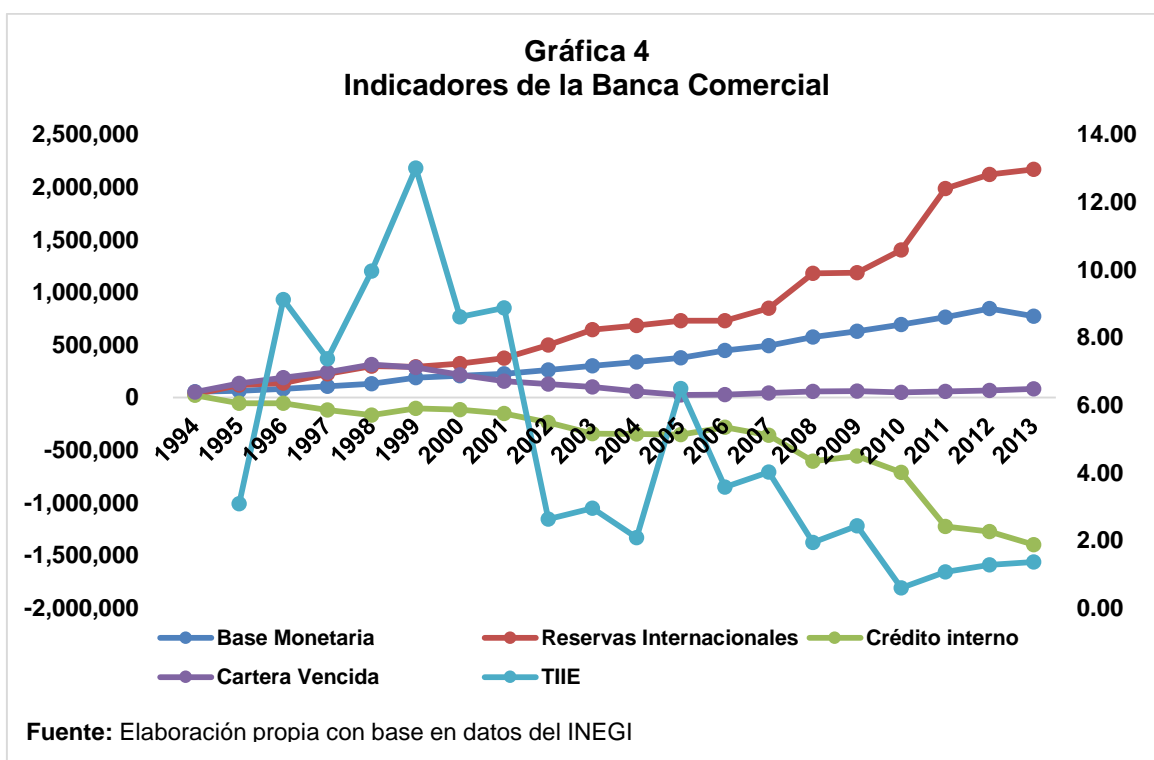
actividad económica (disminución del nivel de producto y elevación de desempleo) coadyuvo al logro de la estabilidad monetaria. Este incremento provocó un fuerte impacto en la carga financiera de empresas y familias y una severa contracción de la demanda y la oferta del crédito disponible. Para los bancos, la crisis se reflejó en el exponencial de la cartera vencida.

A principios de 1997, la postura del Banco de México en el mercado de dinero pasó de acreedora a deudora, debido fundamentalmente a la gran acumulación de activos internacionales, producto de los altos flujos de capitales externos. Ante esta situación, y para fortalecer el efecto del “corto”, en dos ocasiones, septiembre de 1998 y febrero de 1999, se obligó a las instituciones de crédito a constituir depósitos en el Banco de México por 25,000 millones de pesos a un plazo indefinido, lo que se refleja en un incremento en el rubro de depósitos, préstamos de bancos y reportos por el lado de la obligaciones totales de la banca comercial.

Con la adopción relativa de un régimen de tipo de cambio flexible las variaciones de éste pasaron a depender de la oferta y demanda de divisas, el sistema de flotación supone que el banco central no interviene en el mercado; sin embargo, pueden existir situaciones extraordinarias, a juicio del banco central, que lo obliguen a intervenir para limitar sus fluctuaciones comprando o vendiendo dólares, según el caso. Dado que estas intervenciones modifican las reservas, se debe ajustar el monto del crédito interno neto para no generar de manera automática una variación indeseable de las tasas de interés que conduzcan a una elevación de la inflación. Esta medida, conjuntamente con la sobrevaluación del tipo de cambio real ha permitido desde 1999, controlar de manera estricta, las variaciones en los precios.

Con el control de la oferta de dinero primario la política monetaria dejaba de actuar directamente sobre la determinación de las tasas de interés, para actuar más sobre el control de la base monetaria (ver gráfica 4). Así, al perseguir metas cuantitativas, las variaciones en las tasas de interés pasaron a ser más una

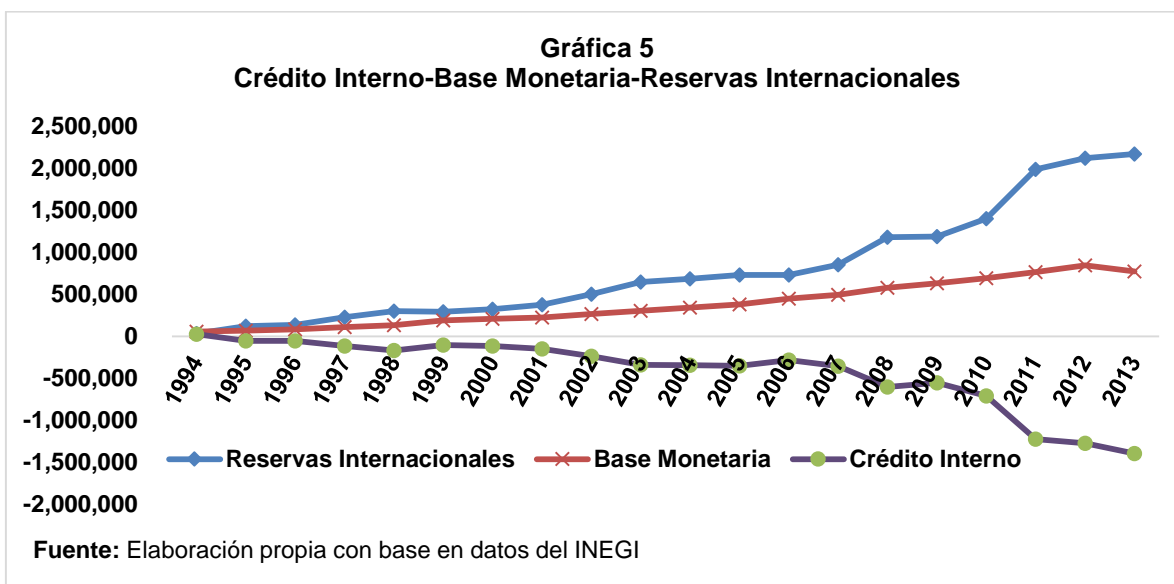
resultante que un objetivo de la política monetaria; además, de que ésta estaba acotada por el límite que se impuso a la expansión del crédito interno neto del instituto emisor. Dicho límite, que no existía antes, constituye un cambio importante debido a que restringe la función de prestamista de última instancia del banco central. Si bien las condiciones mejoraron a partir de 1997, en términos de crecimiento del producto, disminución de la inflación y un aumento de las reservas internacionales (ver gráfica 4); no obstante, los cambios en el manejo de la política monetaria redujeron el margen de acción del banco central.



En este contexto en 1998, el esquema de política monetaria comienza una transición gradual hacia un programa de objetivos explícitos de inflación, restando importancia al control de la base monetaria como factor determinante de la inflación. En 1999, y como respuesta a la modificación instrumentada por la Reserva Federal de Estados Unidos, consistente en el cambio de una política monetaria neutral a una restrictiva basada en el incremento de sus tasas de interés de referencia, el Banco de México decidió continuar aplicando su política monetaria restrictiva.

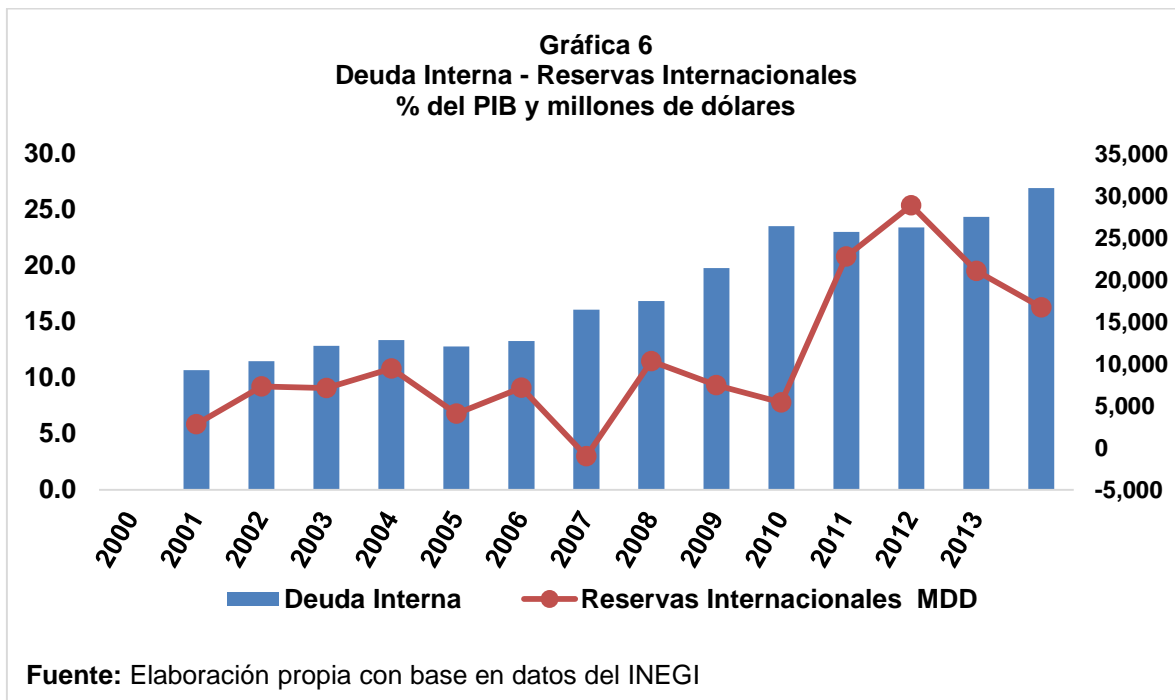
Manteniendo el "corto" al circulante monetario, para disminuir las presiones que se generaron sobre el tipo de cambio y el control de la inflación.

En el 2001 el Banco de México adoptó oficialmente el esquema de metas de inflación en la conducción de la política monetaria. El propósito general de este esquema fue generar un contexto de certidumbre y seguridad. Sin embargo, de acuerdo a la escuela ortodoxa, la autoridad monetaria no puede controlar paralelamente la tasa de interés y el tipo de cambio, en un marco de libre movilidad del capital. La posición heterodoxa argumenta que esto se puede lograr mediante la acumulación de reservas internacionales. Este ha sido el componente que han aplicado las economías emergentes ya que han controlado la tasa de interés a través de intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario. En este contexto, la intervención esterilizada ha provocado un excesivo endeudamiento interno y una contracción del crédito interno (ver gráfica 5).



Asimismo, se confirma la realización de intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario por parte del Banco de México ya que a medida que aumenta el monto de las reservas internacionales, la autoridad monetaria contrae el crédito interno neto al sector público con el propósito de controlar las variaciones en la base monetaria. En efecto, la intervención esterilizada se realiza mediante la contracción

o expansión del crédito interno del Banco de México y se efectúa en función de la expansión o contracción de la oferta monetaria. El aumento en las reservas internacionales es resultado de la apertura de la cuenta de capitales y el gran diferencial de las tasas de interés, ya que la entrada de capital externo de corto plazo permite la estabilidad del tipo de cambio y lograr el objetivo inflacionario. Sin embargo, el costo fiscal ha sido el aumento de la deuda interna tal como lo muestra la gráfica 6. Por otra parte, el costo económico también ha sido elevado ya que las operaciones de esterilización están directamente relacionadas con el bajo nivel de la demanda agregada que impone el esquema de metas de inflación. En este sentido, el cumplimiento de la meta inflacionaria ha provocado el bajo crecimiento del producto y el empleo, además del elevado costo financiero que representa el pago de interés por la acumulación de reservas internacionales, las cuales podrían tener un destino productivo.



Durante el periodo 2003-2005 la meta inflacionaria se cumplió, gracias al sostenimiento de un tipo de cambio nominal estable, que mantiene un alto margen de sobrevaluación. Estrategia cambiaria que se sostiene por los altos flujos de capitales, las reservas de divisas de los migrantes mexicanos y los excedentes

petroleros. En consecuencia, durante los últimos 3 años, la estabilidad monetaria ha estado sostenida por la sobrevaluación del tipo de cambio, una política monetaria restrictiva, que propicia un aumento en las tasa de interés nominales de corto plazo. Ello ha generado dos efectos: por un lado, una contracción de la actividad económica por el consiguiente efecto deflacionista y; por el otro, influyendo en la formación de expectativas de menor inflación y tasas de interés reales positivas, que estimulan la entrada de nuevos flujos de capitales.

El tránsito de un tipo de cambio fijo a un tipo de cambio flexible, permitió al Banco de México recuperar el control sobre crédito interno y la base monetaria; influyendo de esta forma sobre las tasas de interés, la demanda agregada y de manera indirecta, sobre el tipo de cambio. Mediante este mecanismo el Banco de México controla las presiones inflacionarias y, por tanto, asegura la estabilidad monetaria.

Mediante el manejo del crédito interno, el Banco de México ajusta la base monetaria a la demanda de dinero. Sin embargo, efectividad de esta medida dependerá de la evolución del tipo de cambio y de las divergencias entre la inflación observada y la pronosticada. Si los precios aumentan más de lo previsto y el tipo de cambio se deprecia más de lo deseable, el banco central debe restringir su crédito, obligando a los bancos a contraer el suyo, lo que provoca aumentos en las tasas de interés, que estimularan la entrada de nuevos flujos de capitales externos, presionando a la alza al tipo cambio de cambio real. Por su parte, la contracción de la demanda agregada provocada por las altas tasas de interés, generando una presión hacia la baja de los precios; lo que influye en la formación de expectativas de menor inflación. Así, la estabilidad monetaria se consigue mediante la contracción de la demanda agregada, y por ende en una contracción del nivel del producto y el empleo.

En el Cuadro 1, se observa la estrecha relación entre la sobrevaluación del tipo de cambio y la disminución de la inflación; así como el efecto entre el incremento

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

de las reservas internacionales y la sobrevaluación del tipo de cambio. Este comportamiento se hace evidente en la gráfica, ya que a medida que el índice del tipo de cambio real (lo implica un margen de sobrevaluación más alto) la inflación empieza a descender.

CUADRO 1				
Indicadores de estabilidad monetaria				
AÑO	RESERVAS INTERNACIONALES	INDICE DEL TIPO DE CAMBIO REAL BASE 1990 = 100	INFLACIÓN	MARGEN DE SUB-SOBREVALUACIÓN⁽¹⁾ SUB(-) SOBRE (+)
1992	18,554.20	85.90	15.48	25.82
1993	24,537.50	73.50	9.74	32.71
1994	6,148.20	76.00	6.97	9.39
1995	15,741.00	117.30	34.77	-16.80
1996	17,509.20	103.10	35.26	-3.62
1997	28,002.90	86.00	20.82	10.16
1998	30,139.80	84.80	15.90	5.55
1999	30,733.40	77.90	16.67	21.54
2000	33,554.90	69.00	9.51	27.70
2001	40,879.90	62.90	6.39	35.25
2002	47,984.00	61.10	5.03	24.00
2003	57,434.90	71.90	4.56	15.99
2004	61,496.30	77.40	4.68	18.73
2005	68,668.90	75.70	4.00	27.17

FUENTE: INEGI, Estadísticas Históricas de México, 2005; y Banco de México, Indicadores Económicos, varios años.

El vínculo entre el tipo de cambio y los precios está inducido por la política monetaria. Por un lado, el Banco de México al cumplir la regla de no crear excedentes ni faltantes de liquidez, se ve obligado a acomodar la oferta de base monetaria a la demanda nominal de dinero y; por el otro para evitar que la depreciación del tipo de cambio nominal se transmita a los precios, mantiene un alto margen de sobrevaluación.

El Banco de México ha reconocido las implicaciones negativas de apegarse a una regla acomodaticia pasiva, pues éste estaría satisfaciendo eventualmente, una demanda de dinero correspondiente a un patrón de inflación superior al deseado. Así en 2002, la inflación general anual fue 5.7%, tasa significativamente

mayor a la meta de 4.57 %, en tanto la variación en el indicador subyacente fue de 3.8%, su mínimo histórico.

En la década de los años noventa, se aplicó un manejo del tipo de cambio basado en bandas cambiarias dentro de las cuales el Banco de México deslizaba el tipo de cambio, sin embargo, esta institución estableció bandas cambiarias virtuales más estrechas que le permitían mantener estable el tipo de cambio. En efecto, el Banco de México mantenía fijo el tipo de cambio nominal que apreciaba el peso, es decir, el tipo de cambio se convirtió en el ancla nominal de la política monetaria y en el principal mecanismo para el control de la inflación. Esta estrategia se sustentaba en la acumulación de reservas internacionales fomentada por los altos flujos de capital externos de corto plazo que se registraron desde finales de los años ochenta.

La drástica reducción de la inflación en 1990, sumado a la estrategia de desregulación de la economía, generó expectativas favorables sobre la economía. Por lo tanto, el crecimiento económico y el efecto positivo que generó el tipo de cambio sobrevaluado, fomentaron las importaciones que trajo como consecuencia el deterioro del déficit de la balanza comercial, debilitamiento del crecimiento económico, incremento del déficit externo, caída de los principales indicadores financieros y un aumento en la cartera vencida que provocaron la crisis de 1994.

El incremento de las tasas de interés no fue suficiente para revertir la salida de capitales que demostró que un incremento en las tasas de interés no asegura la permanencia de éstos. Asimismo, esta crisis manifestó la vulnerabilidad y fragilidad financiera que genera un sistema desregulado ya que la canalización de recursos de los flujos de capital externo y el financiamiento bancario hacia la actividad productiva fue deficiente.

Por otro lado, la política fiscal estuvo encaminada a mantener el objetivo de equilibrio en las finanzas públicas mediante recortes al gasto programable del

gobierno federal, la venta de empresas paraestatales, acceso del capital extranjero en el sector bancario y el aumento de impuestos.

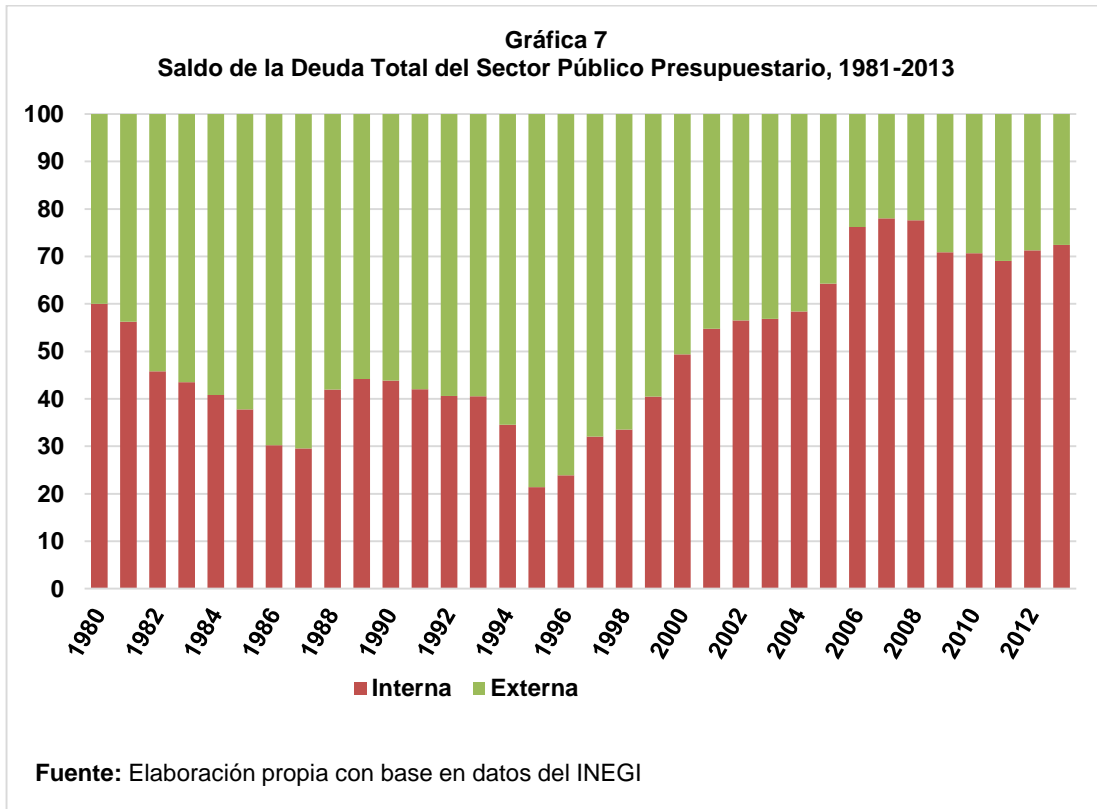
El propósito general del esquema de metas de inflación fue generar un contexto de certidumbre y seguridad. Sin embargo, de acuerdo a la escuela ortodoxa, la autoridad monetaria no puede controlar paralelamente la tasa de interés y el tipo de cambio, en un marco de libre movilidad del capital. La posición heterodoxa argumenta que esto se puede lograr mediante la acumulación de reservas internacionales. Este ha sido el componente que han aplicado las economías emergentes ya que han controlado la tasa de interés a través de intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario. En este contexto, la intervención esterilizada ha provocado un excesivo endeudamiento interno y una contracción del crédito interno.

La política de deuda pública ha estado dirigida principalmente a fortalecer la estructura de los pasivos públicos buscando minimizar su costo financiero, manteniendo un nivel de riesgo prudente. En el pasado, el costo financiero de la deuda pública se incrementaba drásticamente ante cambios adversos en las variables económicas originados por choques externos.

Debido a esto la estructura de la deuda del país no constituyó un factor que obstaculizara el mantenimiento de la estabilidad de las finanzas públicas, al contrario, resultó ser una fuente de solidez para la economía mexicana frente a la turbulencia financiera internacional. Asimismo, el manejo prudente de los pasivos públicos en cuanto a su volumen, plazo y moneda ha permitido enfrentar desde una mejor posición la compleja situación que ha caracterizado a la economía mundial en los últimos meses. A diferencia de crisis pasadas, los choques a la economía provenientes del exterior se han contrarrestado a través de la expansión en el gasto del gobierno federal en los rubros que más impacto tienen en el bienestar de la población. De esta manera, el costo financiero de la deuda pública, tanto del Gobierno Federal como de los organismos y entidades de control directo, así como

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México:
1980-2011”

las erogaciones para los programas de apoyo a ahorradores y deudores de la banca, registrará un promedio de 2.2 por ciento del PIB en el periodo 2005-2009 (ver gráfica 7).



CUADRO 2							
Saldo de la Deuda Bruta del Sector Público Presupuestario, 1980-2013							
(Como proporción del PIB)							
Año	Total	Interna	Externa	Año	Total	Interna	Externa
1980	24.5	14.7	9.8	1997	24.2	7.8	16.4
1981	29.0	16.3	12.7	1998	26.1	8.7	17.4
1982	59.7	27.4	32.4	1999	23.5	9.5	14.0
1983	52.9	23.0	29.9	2000	21.7	10.7	11.0
1984	46.5	19.0	27.5	2001	21.0	11.5	9.5
1985	54.4	20.6	33.9	2002	22.8	12.9	9.9
1986	79.0	23.9	55.1	2003	23.5	13.4	10.1
1987	83.3	24.6	58.7	2004	21.9	12.8	9.1
1988	51.7	21.7	30.0	2005	20.7	13.3	7.4
1989	47.1	20.8	26.3	2006	21.1	16.1	5.0
1990	41.9	18.4	23.6	2007	21.6	16.8	4.7
1991	33.4	14.0	19.4	2008	25.5	19.8	5.7
1992	25.1	10.2	14.9	2009	33.2	23.5	9.7
1993	22.5	9.1	13.4	2010	32.6	23.0	9.6
1994	31.8	11.0	20.8	2011	33.9	23.4	10.5
1995	38.1	8.2	30.0	2012	34.2	24.4	9.8
1996	29.3	7.0	22.3	2013	37.2	26.9	10.2

Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas con base en datos de la Cuenta de la Hacienda Pública Federal 1990-2013, e INEGI.

5.5 Costo fiscal de la estabilidad monetaria.

Entre 1988 y 1992, se emprendió un programa de reformas financieras encaminadas a desarrollar el mercado de valores, con el objetivo de disminuir los márgenes de intermediación y permitir una correcta distribución de los disponibles destinados a fomentar y ampliar la capacidad productiva, las medidas más importantes fueron: la eliminación del encaje legal y los cajones selectivos de crédito, la circulación de nuevos instrumentos de inversión en los mercados financieros y la libertad para que el mercado bancario pudiera determinar las tasas de interés pasivas. La política monetaria implementada fue de carácter restrictiva encaminada a disminuir las presiones inflacionarias, entre 1989 y 1994, además del ajuste fiscal, la renegociación de la deuda externa y la entrada masiva de flujos de capitales externos de inversión de cartera

La política fiscal que se implementó a partir del año 2000 estuvo encaminada a disminuir el monto de la deuda pública para evitar problemas de insolvencia de pagos y crisis fiscal, sin embargo el monto de la deuda externa disminuyó como consecuencia de la significativa mejoría de la liquidez internacional lo que generó mejores condiciones que permitieron reestructuras y liquidar algunos adeudos, por otro lado con los excedentes petroleros se pagó la deuda más onerosa, ya sea por su elevado monto o por las altas de interés a la cual fue contratado. Dicha reducción se dio a costa del incremento de la deuda interna, ya que esta genera un alto costo determinado por las variaciones de la tasa de interés, las cuales el banco central mantiene estables con el propósito de estabilizar el tipo de cambio, y atraer capitales externos y evitar presiones especulativas sobre el capital financiero, lo cual generaría presiones sobre las finanzas públicas aumentando la deuda interna y por otro lado la captación tributaria.

La disciplina fiscal que el gobierno mexicano ha seguido en los últimos años ha permitido una mejoría significativa en la situación financiera, esto con la expectativa hacer menos pesada la carga para el PIB, con el propósito de mejorar la composición de la deuda e intentar alcanzar estabilidad macroeconómica y financiera.

En el periodo 2000-2006 las acciones del gobierno se encaminaron a disminuir el monto de la deuda interna para evitar problemas de “*default*” y crisis fiscal, en un primer momento el monto de la deuda externa bajó como consecuencia de la disminución de la liquidez internacional, esto le permitió al gobierno reestructurar la deuda con mejores condiciones, además otro factor importante fue el cambio en la composición de la deuda pública ya que la deuda interna incrementó su monto, y eso cambió el destino de dichos recursos, ya que en años anteriores el gobierno se endeudaba con el exterior para invertir en los sectores estratégicos y de mayor dinamismo, pero en los últimos años la inversión extranjera también ha diversificado el destino de sus recursos se canaliza a proyectos de más corto plazo, principalmente en, PIDIREGAS, que se contabiliza como deuda pública interna.

“La política fiscal procíclica y el costo fiscal de la estabilidad monetaria en México: 1980-2011”

Las finanzas públicas han enfrentado una serie de presiones derivadas del incremento de la deuda interna, pero en lo que respecta a la deuda contingente, originada por el rescate bancario, el apalancamiento del fondo de pensiones y por los PIDIREGAS. A estas presiones se agregó el costo de la misma, el cual está determinado por las variaciones de la tasa de interés, la cual el Banco de México mantiene altas, para alcanzar sus objetivos de estabilización del tipo de cambio

A pesar de que la política fiscal ha estado encaminada a reducir la demanda del sector público a créditos y para evitar presiones sobre la tasa de interés y sobre las finanzas públicas, la deuda aumentó y las tasas de interés se mantienen altas para atraer capitales y evitar prácticas especulativas que puedan afectar a las finanzas públicas, puesto que si a esto se le agrega la baja captación de recursos por la vía de los impuestos es muy baja.

Respecto a los desequilibrios fiscales, se reestructuró la deuda interna y externa; se privatizaron algunas empresas públicas no financieras y los bancos comerciales. En el período de 1989-1994 el gobierno redujo significativamente el monto de la deuda debido a los fondos que recibió por la venta de empresas públicas y por la reducción de las tasas de interés de dicha deuda.

Cabe señalar que en el período de regulación del sistema financiero, la deuda funcionó como un instrumento para el financiamiento del déficit público, de tal forma que el diferencial entre la colocación de valores gubernamentales y el déficit económico fue muy cercano a cero en este período. En efecto, el banco central actuaba como agente colocador de la deuda pública interna en el sistema bancario y mantenía un equilibrio entre los depósitos que recibía de la banca comercial y el financiamiento que otorgaba al gobierno federal y a los mismos bancos comerciales.

A finales de década de los años setenta se reconoció la necesidad de una reforma fiscal que permitiera alcanzar niveles de ingresos suficiente por concepto de impuestos lo que desahogaría presión sobre las otras fuentes de ingreso en este sentido, la política tributaria se orientó a incrementar los impuestos al consumo.

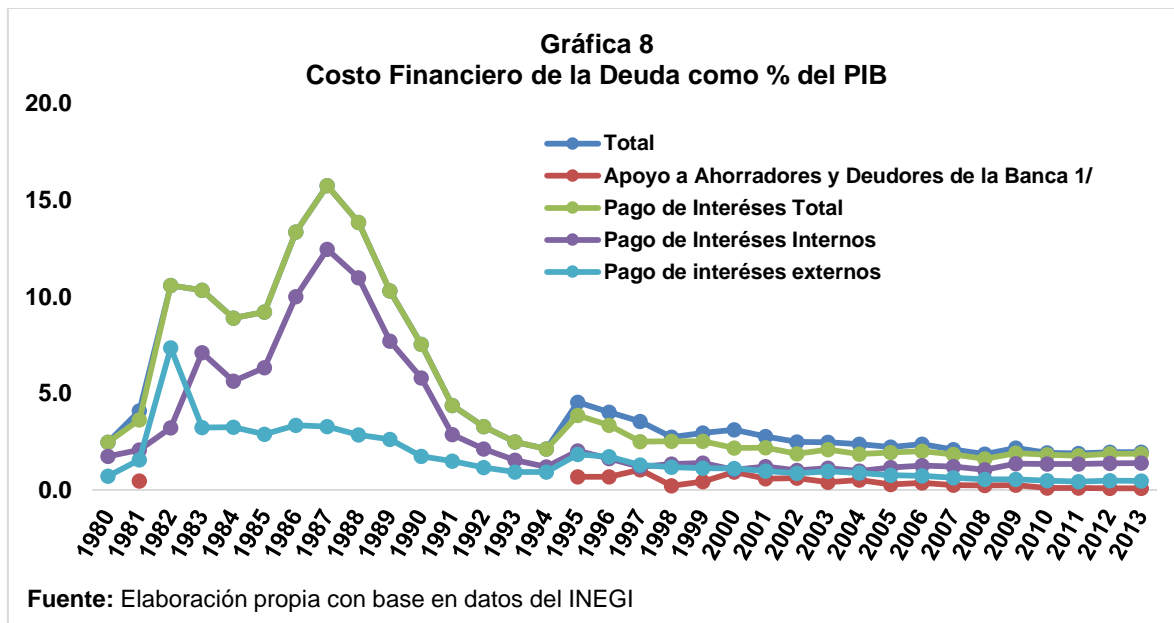
Pero esta reforma no ha llegado y por consecuencia los ingresos del gobierno federal procedente del sector petrolero ha sido un recurso fundamental de las finanzas públicas (en promedio 34%). Esta petrolización de los ingresos públicos ha significado un incremento de los fondos disponibles en los momentos de reducción de otras fuentes tributarias en condiciones de crisis. Sin embargo, la elevada dependencia del gasto público de los ingresos procedentes de las exportaciones de petróleo no ha significado el incremento significativo de los fondos para el gasto público del sector presupuestario.

En este contexto, la política de deuda pública interna en México, que históricamente había venido cumpliendo el objetivo de estimular el crecimiento económico a través del gasto público deficitario; a partir de la desregulación financiera cumple el papel de protección de las reservas internacionales del Banco México, al pagar altos rendimientos por la acumulación de éstas con un claro propósito anti-inflacionario, pero un alto costo fiscal para el erario público

Por lo que la deuda pública interna como mecanismo estabilizador del sector externo y del nivel de precios mediante la estabilidad del tipo de cambio nominal, ha sido el principal instrumento para enfrentar los efectos de un sistema financiero internacional desregulado, que ha limitado e incluso obstaculizado la capacidad de la política fiscal para lograr el objetivo de crecimiento económico y la solvencia del sistema financiero nacional.

La gráfica 8 muestra que la política monetaria, con fines anti-inflacionarios se ha convertido en una carga pesada para la economía, ya que el costo financiero de la deuda (el pago de interés de la deuda) ha representado desde el año 2000 aproximadamente el 20 % de los egresos, lo que trae como consecuencia que los recursos que se emplean para cubrir este rubro, se dejen de utilizar en proyectos o programas sociales que mejoren las condiciones de vida de la población. Asimismo, en este mismo periodo se observa que desde el año 2000 este costo ha representado el 14 % de los ingresos obtenidos por concepto de exportaciones, que

a su vez profundiza dicha situación al considerar que la balanza comercial ha presentado cifras negativas desde ese año. Por lo tanto, se evidencia que el costo de la estabilidad monetaria es muy alto, ya que impide emprender acciones que permitan alcanzar un crecimiento económico sostenido que genere las condiciones para alcanzar el desarrollo económico.



Ante un incremento de las tasas de interés por parte del Banco de México, el gobierno coloca mayores volúmenes de deuda interna a tasas de rendimiento altas; pero el incremento en la deuda pública interna no tiene como destino el financiamiento de un déficit público generado por un aumento en la inversión o gasto del sector público (como históricamente había sido), sino el subsidio a los elevados niveles de acumulación de las reservas internacionales. Es decir, el gobierno federal cumple la función de “prestamista de última instancia”, al endeudarse mediante la emisión de valores gubernamentales (con el propósito de mantener estable la base monetaria) y cubrir los altos rendimientos a los tenedores tanto nacionales como extranjeros de dichos títulos.

CONCLUSIONES.

Durante el llamado desarrollo estabilizador además de mantener un elevado crecimiento económico también se alcanzó una estabilidad financiera, cambiaria y de precios. Dicho crecimiento, fue consecuencia del dinamismo del sector industrial, el cual estuvo cimentado en el reforzamiento de la protección comercial con el objetivo de estimular el proceso de sustitución de importaciones; adicionalmente, se alentó la capitalización de este sector mediante estímulos fiscales y crediticios. El incremento en la relación capital-trabajo aumentaría también la productividad del trabajo, lo que su vez elevaría los salarios reales industriales sin disminuir la rentabilidad del capital. Por su parte, la estabilidad de precios estuvo determinada por un tipo de cambio fijo respecto al dólar.

Otro elemento clave de la estrategia consistió en la generación de ahorro interno voluntario (no inflacionario) para financiar parte de la capitalización del sector industrial, al mismo tiempo que se reconocía que el ahorro externo desempeñaría un papel importante como complemento del ahorro interno.

A partir de 1973 y con el rompimiento de Bretton Woods, se registraron cambios importantes en el sistema financiero internacional, en particular, en Estados Unidos donde se registró un elevado déficit público consecuencia de la creciente demanda de dólares en Europa.

En México, el paso de un tipo de cambio fijo a uno flexible originó el proceso de desregulación financiera que produjo un creciente déficit en la cuenta corriente y que dio como resultado la devaluación de 1976, lo que deprimió el ritmo de la actividad económica. No obstante, durante los sexenios de Luis Echeverría y José López Portillo, se pretendió continuar con esa política de gasto público mediante el endeudamiento público externo. Sin embargo, éste no sólo provenía de organismos internacionales de crédito sino también de la banca privada internacional y de los recursos excedentes del petróleo.

En los últimos años la colocación de valores públicos del gobierno mexicano con fines anti-inflacionarios ha estimulado la expansión y el carácter altamente especulativo de los mercados internacionales de títulos públicos, y ha sido el obstáculo permanente para las finanzas públicas, al entramparse en el “triángulo de incompatibilidad”, según el cual no se puede tener simultáneamente estabilidad de la moneda, movilidad de los capitales y autonomía de la política monetaria.

No existe margen para la independencia de la política monetaria. De esta forma, la autonomía monetaria quedó fuertemente limitada por los movimientos de capitales internacionales, que buscan altos rendimientos netos.

El costo fiscal de la estabilidad monetaria se ha evidenciado en el alto nivel de endeudamiento interno y el bajo gasto público que impacta en el nivel de vida de la población ya que el lento crecimiento del producto y el empleo, sumado a la desarticulación del sector productivo han provocado que se incremente la pobreza, por la inequitativa distribución del ingreso.

Hoy día, por el contrario la sensibilidad del costo de la deuda se ha reducido significativamente; la deuda pública tiene ahora una estructura fundamentalmente diferente en la que prevalecen los pasivos en moneda nacional con tasas de interés fija y a largo plazo, permitiendo asegurar una evolución muy predecible en su servicio. Por otro lado, la política fiscal implementada ha estado dirigida a disminuir el monto de la deuda pública, con la expectativa de disminuir la posibilidad de incurrir en problemas de default o de crisis fiscal, el monto de la deuda externa ha disminuido.

En México, el Banco de México ha seguido una política de protección a las reservas internacionales, al recurrir de manera casi permanente a la esterilización de divisas. Así, cuando el Banco de México decide elevar la tasa de interés, el gobierno federal coloca mayores volúmenes de deuda interna a tasas de interés elevadas.

La tendencia declinante en el crecimiento económico se volvió insuficiente para hacer frente al servicio de la deuda pública interna, ya que las tasas de interés se mantienen en niveles más alto que el crecimiento del producto, del tal forma que el crecimiento del déficit financiero crece más rápido que el PIB., lo que explica el aumento en las razones déficit público/PIB y deuda pública interna/PIB. El círculo vicioso de altas tasas de interés-deuda pública interna-altos montos de intereses-agravamiento del déficit público financiero- recesión económica, es el resultado de las políticas de desregulación y liberalización del sistema financiero mexicano.

Por lo tanto la política de deuda pública interna en México, que históricamente había venido cumpliendo el objetivo de estimular el crecimiento económico a través del gasto público deficitario; a partir de la desregulación financiera cumple el papel de protección de las reservas internacionales del Banco México, al pagar altos rendimientos por la acumulación de éstas con un claro propósito anti-inflacionario, pero un alto costo fiscal para el erario público.

Por lo que la deuda pública interna como mecanismo estabilizador del sector externo y del nivel de precios vía la estabilidad del tipo de cambio nominal, ha sido el principal instrumento para enfrentar los efectos de un sistema financiero internacional desregulado, que ha limitado e incluso obstaculizado la capacidad de la política fiscal para lograr el objetivo de crecimiento económico y la solvencia del sistema financiero nacional.

Así la recurrencia del gobierno mexicano a la colocación de valores públicos con fines anti-inflacionarios no sólo ha estimulado la expansión y el carácter altamente especulativo de los mercados internacionales de títulos públicos, sino lo más grave es que se ha convertido en un pesado lastre sobre las finanzas públicas, al entramparse en el “triángulo de incompatibilidad”, según el cual no se puede tener simultáneamente estabilidad de la moneda, movilidad de los capitales y autonomía de la política monetaria desde el momento en que se emprendió la liberalización del

sistema financiero, el gobierno se comprometió a garantizar la estabilidad monetaria y asegurar la libre circulación de los capitales internacionales; por ende, no quedaba margen para la independencia de la política monetaria. De tal forma que la autonomía monetaria quedó fuertemente limitada por los movimientos de capitales internacionales, que buscan altos rendimientos netos.

Así, cuando el Banco de México eleva las tasas de interés, el gobierno coloca mayores volúmenes de deuda interna a tasas de rendimiento altas. Pero el consiguiente incremento en la deuda pública interna no tiene como destino el financiamiento de un déficit público generado por un incremento en la inversión o gasto del sector público (como históricamente había sido), sino el subsidio a los elevados niveles de acumulación de las reservas internacionales. En otras palabras, el gobierno federal cumple la función de “prestatario de última instancia”, al endeudarse mediante la emisión de valores gubernamentales (con el propósito de mantener estable la base monetaria) y cubrir los altos rendimientos a los tenedores tanto nacionales como extranjeros de dichos títulos

Por lo tanto, la estabilidad monetaria se consigue mediante la contracción de la demanda agregada, y por ende en una contracción del nivel del producto y el empleo.

BIBLIOGRAFÍA

- **Alcides**, José Lasa (1997), *Deuda, inflación y déficit. Una perspectiva macroeconómica de la Política Fiscal*, Universidad Autónoma de México, México.
- **Alesina A.** and S. Ardagna (1998), .Tales of Fiscal Adjustment., Economic Policy, 13(27),
- **Allsopp**, C., Vines, D. (2000): “*The assessment: macroeconomic policy*”, *Oxford Review of Economic Policy*, 16
- **Andjel** Eloisa, (1988). “*Keynes: teoría de la demanda y del desequilibrio*”. México: Facultad de Economía, UNAM, 228 pp.
- **Arestis**, P. y Biefang-Frisancho Mariscal, I. (2000), “Capital Stock, Unemployment and Wages in the UK and Germany”, *Scottish Journal of Political Economy*, 47 (5), pp. 487-503.
- **Arestis**, Philip y Malcolm Sawyer, (2003) "Reinventing Fiscal Policy", *Working Paper, núm. 381*, Nueva York, the Levy Economics Institute of Bard College.
- _____, (2003), “On the effectiveness of monetary policy and fiscal policy”, en *The Levy Economics Institute, Working Paper No. 369*
- _____, (2003a), “Reinventing Fiscal Policy”, en *The Levy Economics Institute, Working Paper No. 381*.
- **Aspe**, A. Pedro (1993), *El Camino Mexicano de la Transformación Económica*, Editorial Fondo de Cultura Económica, México,
- **Ayala** Espino José (1996), *Mercado elección pública e instituciones, una revisión de las teorías modernas de Estado*, Facultad de Economía, México.
- **Barro** Robert (1974), “Are Government Bonds Net Wealth?”, *Journal of Political Economy*, núm. 82, pp.1095-1117.
- _____, (1989), “The Ricardian approach to budget deficits”, *Journal of Economic Perspectives*, 3(2), pp. 37-54.
- **Bazdrech**, Carlos. (1992). “*La política monetaria mexicana, una primera aproximación*”. *Demografía y Economía*, vol. VII, núm. 3

- **Bernanke**, B. y Alan Blinder (1992), “The federal funds rate and the channels of monetary transmission”, *American Economic Review*, Vol. 82(4), pp. ----, Septiembre.
- **Bernanke**, B. S. and F. S. Mishkin, (1997), “Inflation targeting: a new framework for monetary policy?”, *Journal of Economic Perspective*, Vol.11(2), pp. 97-106.
- **Bernanke**, B. and Gertler, M. (2001) “Should central bank respond to movements in assets prices?”, *American Economic Review*, 9(2).
- **Bernanke**, B. (2003) “A perspective on inflation targeting”, Remarks at the anual Washington policy conference of the national association of Bussines Economists, marzo.
- **Bernheim**, Douglas (1987) “*Ricardian Equivalence: An Evaluation of Theory and*
- **Blanchard** Oliver (1981), “Output, the stock market, and interest rates”, *American Economic Review*, vol.71, num.1, pp.132-143.
- _____(1985), “Current and Anticipated Deficits, interest rates and economy activity “, *European Economic Review*, vol.25, núm.2, pp.243-247.
- **Blanchard** Oliver y Rudiger Dornbush (1984), “U.S. Deficit, the dollar and Europe”, *Banca Nazionale Del Lavoro Quartely Review*, núm.48, pp.89-113.
- **Blaug** Mark, “Teoría Económica en Retrospección”, F.C.E., México, 1985.
- **Blinder**, Alan S. (1999), *El Banco Central*, Antoni Bosch, Barcelona, España. *Evidence*”. National Bureau of Economic Research
- **Branson** William (1985), “Expected fiscal policy and the recession of 1982”, *International Finance Discussion Paper*, num.272.
- **Brother D. J.** y Solis, L. (1967), *Evolución financiera en México*, CEMLA, México.
- **Cárdenas**; Enrique (1996) “*La política económica en México, 1950-1994*”. Ed. Fondo de Cultura Económica. México
- **Carmona**, Fernando (1995), *Una alternativa al neoliberalismo*, Ed. Nuestro tiempo, 2ª ed., México.

- **Castañeda** R. Gonzalo. “El Tipo de Cambio de equilibrio, expectativas y sucesos Políticos”. (1995). *El Trimestre Económico*. Fondo de Cultura Económica. Vol. LXII (4) No. 248. Pp 495-524.
- **Chapoy** Bonifaz, Alma (1983). *Ruptura del Sistema Monetario Internacional*. UNAM. México.
- **Chesnais**, Francois. (1999). *La mundialización financiera Génesis, soto y desafíos*. Ed. Losada. Buenos Aires, Argentina.
- **Chick**, Victoria, (1986). “Sources of finance, recent changes in bank behavior and the theory of investment and interest”, Discussion Paper 87-22, Department of Economics, University College of London, Inglaterra. En *Money and Banking*, editado por Philip Arestis.
- **Chirinko**, R. S. (1993), “Business fixed investment spending: Modeling strategies, Empirical results, and policy implications”, *Journal of Economic Literature*, 31 (4), pp. 1875-1911.
- **Coase**, Ronald (1960), “The problem of Social Cost”, *Journal of Law and Economic*, Vol 3(1), pp. 1-44.
- **DeLong**, J. B. y Summer, L. (1986), “Is increased price flexibility stabilizing?”, *America Economic Review*, No. 76, pp. 1031-1044
- **Dornbush** Rudiger (1984), “U.S. Déficits, the dollar and Europe”, *Banca Nazionale del Lavoro Quartely Review*, núm. 48, pp.89-113.
- **Eichengreen** Barry (2000), *Hacia una nueva arquitectura financiera internacional: propuesta después de la crisis asiática*, Oxford University Press, Méxic, p.67.
- _____ B. (1998), “Comment on “The Political Economy of Fiscal Adjustments””, *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, Washington: Brookings Institutions.
- **Estay**, Reyno J., “La globalización financiera. Una revisión de sus contenidos e impactos”, en J. Antonio Ibáñez A. (coordinador), *Subdesarrollo, Mercado y Deuda Externa. Paradojas de la Economía Mexicana*, Editorial Universidad Iberoamericana-Centro de Estudios de Investigación del Sudeste, México, 2000

- **Evans Paul** (1985), “Do large deficits produce high interest rates?”, *American Economic Review*, vol.75, núm.1, pp.68-85.
- _____ (1990), “Interests rates and expected Future budget deficits in the United States”, *Journal of Political economy*, vol. 95, núm.1, pp.34-58
- _____ (1995), “Do budget deficits raise nominal interest rates? Evidence from Six Countries”, *Journal of monetary Economics*, vol. 20, núm.2, pp.281-300.
- **Fazzari, S.M.** (1993), “Monetary policy, financial structure, and investment”, Chapter 3 in *Transforming the U.S Financial System: Equity and Efficiency for the 21st Century*, Armonk, New York, M. E. Sharpe.
- _____ (1994), “Why doubt the effectiveness of keynesian fiscal policy”, *Journal of Post Keynesian Economics* 17 (2), pp. 231-248.
- **Fazzari, S. y Peterson, B.** (1993), “Working capital and fixed investment: New Evidence on Financing Constraints”, *Rand Economic Journal*, No. 24, pp. 328.-342.
- **Feldstein Martin** (1984), “Can an increased budget deficit be contractionary?”, *Working Paper, núm.1434, National Bureau of Economic Research*, Cambridge, Massachusetts, agosto.
- **Fernández. J. E.** (1986) “*Economía para no economistas*”. Buenos Aires. Editorial Tesis.
- **Fitzgerald E.V.K.** (1982). *El déficit presupuestal y el financiamiento de la inversión: una nota sobre la acumulación de capital en México.*
- **Fontana, G.** (2006), “The new consensus view of monetary policy. A new wicksellian connection?” The Levy Economics Institute of Bard College, *Working paper*, Vol. 3(476).
- **Forstater, Mathew** (1999), “Public Employment and Economic Flexibility, The Job Opportunity Approach to Full Employment”, en Public Policy Brief, núm. 50, Nueva York, The Levy Economics Institute of Bard College.
- **Friedman, Milton** (1948), “A monetary and fiscal framework for economic stability, *The American Economic Review*, vol. 38, No. 3. (Jun), pp. 245-264

- _____ (1949), “*The Marshallian Demand Curve*,” *Journal of Political Economy*. Vol 57
- _____ (1991), *La economía monetarista*, Gedisa, Barcelona España.
- _____ (1981), “The optimum quantity of money”, en *The optimum quantity of money and other Essays*, Aldine Publishing, Chicago. USA.
- _____ (1981), *Milton Friedman’s Monetary Framework: A Debate With His Critics* (Chicago: University of Chicago press).
- **Freeman**, Scott and Finn E. Kydland (2000), “Monetary aggregates and output”, *American Economic Review Association*, Vol. 90(5), pp. 1125-1135, Diciembre.
- **Galindo**, Luis M. y Eduardo Alatorre (2004), “Una evaluación de reglas de política monetaria alternativas: El caso de México”, *Economía Informa*, No. 326, Mayo, Facultad de Economía-UNAM; México.
- **Garrido**, Celso y Tomás Peñalosa W. (1996). “Ahorro y sistema financiero mexicano: Diagnóstico de la problemática actual”. Ed Grijalbo. UAM-Azcapotzalco. México, 117-134 pp.
- **Garrido**, Celso. (2005). *Desarrollo Económico y Procesos de Financiamiento en México. Transformaciones contemporáneas y dilemas actuales*. Ed. UAM-A. México
- **Gavin**, William T. and Finn E. Kydland (1999), “Endogenous money supply and the business cycle”, *Review of Economic Dynamics*, Academic Press for The Society for Economic Dynamics, Vol. 2(2), pp. 347-369, Abril.
- **Girón**, Alicia; Correa, Eugenia. (1998). *Crisis Financiera: Mercados sin Fronteras*. IIEC-DGAPA-Ediciones el Caballito. UNAM. México.
- **Greenwald**, B. y Joseph Stiglitz (1991), “Towards a reformulation of monetary theory: Competitive banking”, *The Economic and Social Review*, Vol. 23(1), 1-47 pp. Octubre.
- **Guillen** Romo Héctor, “El dogma de las finanzas sanas en México”, en *Investigación Económica*, abril-junio de 1992, México.
- **Guttman**, Robert (2003) *Cybercash, The coming era of electronic money*, Palgrave Macmillan, New York, N.Y.

- **Keynes**, J.M.(1951), *Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero*, F.C.E, México.
- **Knapp**, G.F. (1946) *The State Theory of Money*. Macmillan, London
- **Kregel**, Jan (1999). “Flujos de capital, banca mundial y crisis financiera después de Bretton Woods”, en *Comercio exterior*, enero. México
- **Lerner**, Abba (1943) *Hacienda Funcional y la Deuda Federal*, Müller M.G. (Ed.) Lecturas de Macroeconomía, Compañía Editorial Continental, Barcelona.
- _____ (1946), “*Monetary policy and fiscal policy*” en *The review of Economics and Statistics*, Vol.28, No.2, pp.77-81.
- **Levy**, O., Noemí, (1999). “*Cambios institucionales en el sector financiero y sus efectos sobre el fondeo de la inversión. México 1960-2000. Ideas generales*”, en *Investigación Económica*, vol. LIX, núm. 229, julio-septiembre; Facultad de Economía-UNAM; México
- _____ (2001), “*Cambios Institucionales del Sector Financiero y su Efecto sobre el Fondeo de la Inversión, México 1960-1994*”, Editorial Facultad de Economía-UNAM, México,
- **López**, Julio. 1988. *La Economía del capitalismo contemporáneo*. “El crecimiento económico y el desarrollo”, Capítulo I. Ed. UNAM, México D.F. pp. 178
- **López** González Teresa (2003). *Deuda pública interna en México. El alto costo de los flujos de capital externo. (mimeo)*
- **Lusting**, Nora (1994), *México: hacia la reconstrucción de una economía*, Ed. El Colegio de México – FCE, México 1994.
- **Mántey**, B. Guadalupe (1995), “La política monetaria en México y la tasa de interés real”, *Investigación Económica*, No. 211, enero-marzo, Facultad de Economía-UNAM, México
- _____ (2004), “La política monetaria en México”, en Eugenia Correa, Alicia Girón y Alma Chapoy (Comps.), *Economía financiera contemporánea*, Miguel Ángel Porrúa-UNAM, México.

- _____ (2009), Intervención esterilizada en el mercado de cambio en un regimen de metas de inflación: la experiencia de México”, *Investigación Económica*, Número especial. Experiencia de objetivos de inflación, Facultad de Economía-UNMA; México, pp. 47-78.
- _____ (2010), “El miedo a flotar y la intervención esterilizada en el mercado de cambios como instrumento de la política monetaria en México, en Guadalupe Mántey y Teresa López (Coords.), *Política monetaria con elevado trspaso del tipo de cambio. La experiencia mexicana con metas de inflación*, FES Acatlán, DGAPA, Plaza y Valdés, México, pp. 165-196.
- _____ (2011), “La política de tasa de interés interbancaria y la inflación en México”, *Investigación Económica*, No 277, julio-septiembre, Facultad de Economía-UNMA; México, pp. 37-68.
- **Minsky**, H.P.(1982), *Can “It” Happen Again?*, Armonk, New York, M.E. Sharpe.
- _____(1987), *Las razones de Keynes*, Fondo de Cultura Económica, México.
- **Mishkin**, Frederic S. y Philip E. Strahan (1999) “What will technology do to financial structure?”, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper, Núm. 6892, , Enero, Cambridge, Massachusetts.
- **Moore**, B.J. (1988), *Horizontalist and verticalist. The macroeconomics of credit money*, Cambridge University Press, Cambridge.
- _____ (2001), “Some reflexions on endogenous maney”, en L. P. Rochon y
- **Modigliani, Franco**, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment: Reply," *American Economic Review*, septiembre 1966
- **Musgrave, R.** (1992): "Hacienda Pública. Teórica y Aplicada", Mc Graw Hill / Interamericana de España S.A., 5ta. Edición, Madrid.
- **Ortiz Mena, A.** (1969). “Desarrollo Estabilizador: una década de estrategia económica en México”, en *El Trimestre Económico*, abril-junio de 1970

- **Ortiz**, Palacios Luis Ángel (2003), *Reforma tributaria y financiamiento del gasto público en México. Bajo crecimiento y déficit público. Los retos de la Política Fiscal en México. Centro Político Mexicano, Agrupación Política Nacional, México.*
- **Parguez** Alain, “Le mythe du déficit au regard de la theorie du circuit, en *Economies et Sociétés*. Tomo XXIV, núm. 2, febrero, 1990.
- **Plosser** Charles (1982), “Government financing decisions and asset returns, *Journal of Monetary Economy*, vol.9, núm., pp.325-352.
- _____ (1987), “Fiscal Policy and Term structure”, *Journal of Monetary Economics*, vol.20, núm.2, 1987, pp.343-367.
- **Piégay**, P. y L.Philippe Rochon (2006), Introducción. “Dinero endogèno y economías monetarias de producción: La aportación de las teorías monetarais poskeyensianas”, en Pierre Piégay y L.Philippe Rochon (eds.), *Teorías monetaris poskeyensianas*, Colección Economía Actual, Ediciones AKAL, Madrid. España.
- **Pollin**, R. (1991): “Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence”, *Journal of Postkeynesian Economics*, Vol. 13(3), pp. 366-396.
- _____ 1995), “Financial structures and egalitarian economic policy”, *New Left Review*, núm. 214, Noviembre-diciembre, pp. 1-28
- **Pollin**, Robert y Dymsky, Gary (1994), “The costs and benefits of financial instability: Big government capitalism and the Minsky paradox”, en Dymsky, Gary y Pollin, Robert. (eds.), *New Perspectives in Monetary Macroeconomics. Ann Arbor, The University of Michigan Press*
- **Reinhary** Vicent (2000), “The Economic consequences of disappearing Government Debt”, *Brokings Papers on Economy Activity*, núm.2, p.175.
- **Rochon**, Louis Philippe (2004), “Wicksell after the Taylor rule . A post-keynesian critique of the new concensus”, Laurentian University, mimeografiado.
- **Rochon**, Louis Philippe y Rossi, Sergio (2007), “Monetary policy without reserve requirements: central bank as means of final payment on the

interbank market”, Post-Keynesian Principles of Economic Policy, *International Conference* organised by the CEMF in collaboration with ADEK (France) and the RNMP (Germany, 30 November-1 December, University of Burgundy at Dijon, France.

- **Romer**, C. D. y D. H. Romer (1990), “New evidence on the monetary transmission mechanism”; *Brookings on Economic Activity*, Núm. 1
- **Schwartz**, M. (1998), “Consideraciones sobre la instrumentación práctica de la política monetaria”, Serie Documentos de Investigación, Banco de México, Num. 98/04, octubre.
- **Solís**, Leopoldo (1977), “*La realidad económica mexicana: retrovisión y perspectivas*”, Ed. S.XXI, México.
- **Smithin**, John (2000) *What is money?*, Routledge, London.
- **Steindl**, J., (1979). *Madurez y Estancamiento en el Capitalismo Norteamericano*, Editorial Siglo XXI.
- **Stiglitz**, J., and Weiss, A. (1981), “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *American Economic Review*, Vol 71, pp. 393 - 410.
- **Tello**, M. Carlos, “*La Nacionalización de la Banca en México*”, Editorial Siglo XXI, México, 1984, pág. 109.
- **Tobin**, J. (1978), “Monetary policy and the economy: The transmission mechanism”, *Southern Economic Journal*, Vol. 44(3), pp 421-431, Enero.
- _____(1993), “Price flexibility and out-put stability: An old keynesian view”, *Journal of Economic Perspectives*, No. 7, pp. 45-66.
- **Todaro**, M. (1987). *Economía para un mundo en desarrollo*. “El crecimiento económico causas y características”, capítulo III. Ed Fondo de Cultura Económica. México D.F. 689 pp.
- **Vernengo** Matias, (2004). “*Fiscal Policy and the Washington Consensus: A Post Keynesian Perspective*,” *Working Paper Series*, Department of Economics, University of Utah.

- **Wray**, L. Randall (1988) "Institutional innovation, endogenous money, and the deposit expansion process," *Social Science Perspectives Journal*, 2, No. 5.
- _____ (1991), "Endogenous money and a liquidity preference theory of asset prices", *Review of Radical Political Economy*, 23, No. 1 y 2
- _____ (1992) "Alternative theories of the rate of interest", *Cambridge Journal of Economics*, 16, marzo.
- _____ (1993), "Money, interest rates, and monetarist policy: some more unpleasant monetarist arithmetic?", *Journal Post Keynesian Economics*, 15, verano.
- _____ (2000a), "Modern money", en Smithin, John (Ed.), *What is Money?* Routledge, London and New York.
- _____ (2000b), "The neo-chartalist approach to money", *Working Paper*, Center for Full Employment and Price Stability,
- _____ (2006a), "When are interest rates exogenous", paper for a conference in honor of Basil Moore: *Complexity, endogenous money, and exogenous interest rates*, pp. -11, January 07, Stellenbosch, South Africa.