MACROECONOMÍA DEL DESARROLLO CON EQUIDAD

José Luis Calva
Coordinador

Germán Alarco Tosoni
Nora C. Ampudia Márquez
Luiz Carlos Bresser-Pereira
Moritz Cruz
Patricia del Hierro Carrillo
Orlando Delgado Selley
Carlos Encinas Ferrer
Julio López G.
Teresa S. López González
Arturo Guillén
Mónica Mimbrera Delgado
Eduardo Ramírez Cedillo

México 2018-2024:
Nueva estrategia
de desarrollo
Volumen 4

CONSEJO NACIONAL DE UNIVERSITARIOS

JP

Macroeconomía del desarrollo con equidad

José Luis Calva
(Coordinador)

Textos

Germán Alarco Tosoni, Nora C. Ampudia Márquez,
Luiz Carlos Bresser-Pereira, José Luis Calva, Moritz Cruz,
Patricia del Hierro Carrillo, Orlando Delgado Selley, Carlos Encinas Ferrer,
Arturo Guillén, Julio López G., Teresa S. López González,
Mónica C. Mimbrera Delgado, Eduardo Ramírez Cedillo

Instituciones de adscripción de los autores de este volumen

Juan Pablos Editor
Consejo Nacional de Universitarios
Universidad Autónoma de Sinaloa
México, 2018

Los trabajos de investigación incluidos en este
libro han sido arbitrados por pares académicos.

Macroeconomía del desarrollo con equidad / José Luis Calva, coordinador. - - México : Juan Pablos Editor, 2018

1a. edición

313 p. : ilustraciones ; 16 X 23 cm (Col. México 2018-2024: Nueva estrategia de desarrollo, volumen 4)

ISBN de la obra completa: 978-607-711-474-1
ISBN del volumen 4: 978-607-711-487-1

T. 1. Mercado de trabajo T. 2. Macroeconomía T. 3. Desarrollo económico

HD5706 M33

MACROECONOMÍA DEL DESARROLLO CON EQUIDAD

Volumen 4
México 2018-2024: Nueva estrategia de desarrollo

José Luis Calva (coordinador), Germán Alarco Tosoni,
Nora C. Ampudia Márquez, Luiz Carlos Bresser-Pereira,
Moritz Cruz, Patricia del Hierro Carrillo,
Orlando Delgado Selley, Carlos Encinas Ferrer,
Arturo Guillén, Julio López G., Teresa S. López González,
Mónica C. Mimbrera Delgado, Eduardo Ramírez Cedillo

Primera edición, 2018

D.R. © 2018, Juan Pablos Editor, S.A.
2a. Cerrada de Belisario Domínguez 19
Col. del Carmen, Alcaldía de Coyoacán
04100, Ciudad de México
<juanpabloseditor@gmail.com>

D.R. © 2018, Consejo Nacional de Universitarios por una Nueva Estrategia de Desarrollo
Copilco 319, Planta Alta, Col. Copilco Universidad,
Alcaldía de Coyoacán, 04360, Ciudad de México
<www.consejonacionaldeuniversitarios.org>

D.R. © 2018, Universidad Autónoma de Sinaloa
Boulevard Miguel Tamayo Espinoza de los Monteros 2358
Desarrollo Urbano 3 Ríos
80020 Culiacán de Rosales Sinaloa, México
<www.uas.edu.mx>

ISBN de la obra completa: 978-607-711-474-1
ISBN del volumen 4: 978-607-711-487-1

Elaborado en México/Reservados los derechos

Índice

Prólogo
José Luis Calva 7

Primera sección
Políticas de banca central
para el desarrollo con estabilidad

Políticas de banca central en un contexto de inflación estructural
Mónica C. Mimbrera Delgado 23
Hacia una nueva visión distributiva de la política monetaria
Nora C. Ampudia Márquez 49
Respuestas de bancos centrales a la crisis económica global
Orlando Delgado Selley 71

Segunda sección
Responsabilidades macroeconómicas
de la hacienda pública

Política fiscal procíclica en México
Eduardo Ramírez Cedillo 91
Política fiscal anticíclica a partir de la experiencia estadounidense
Germán Alarco Tosoni
y *Patricia del Hierro Carrillo* 117
Una reconsideración de las perspectivas económicas de México
Julio López G. 138

Tercera sección
Política cambiaria para la competitividad,
el crecimiento y la estabilidad

Política monetaria, tipo de cambio y competitividad comercial en México
Carlos Encinas Ferrer 159
Riesgos y costos de la política monetaria de metas de inflación. Intervención del Banco de México en el mercado de cambios y deuda pública interna
Teresa S. López González 182

Cuarta sección
Política de reservas internacionales

Acumulación de reservas internacionales: la experiencia mexicana de 1995-2016 y alternativa
Moritz Cruz 213
Políticas para las reservas internacionales en México y América Latina
Germán Alarco Tosoni 234

Quinta sección
Macroeconomía del desarrollo sostenido
con equidad

Teoría del nuevo desarrollismo: una síntesis
Luiz Carlos Bresser-Pereira 261
Alternancia política, estancamiento económico y proyecto nacional de desarrollo
Arturo Guillén 284

MACROECONOMÍA DEL DESARROLLO CON EQUIDAD

PRÓLOGO

JOSÉ LUIS CALVA*

La sabiduría convencional de quienes postulan la permanencia de la estrategia económica neoliberal como la mejor opción para México, asume como verdad incuestionable que las variables macroeconómicas han sido eficientemente conducidas bajo esta estrategia. Además, aunque suele admitirse que las "reformas estructurales" y los "programas de estabilización" aplicados durante tres décadas y media de experimentación neoliberal han traído consigo costos sociales, se postula que éstos son susceptibles de subsanarse sin modificar las políticas macroeconómicas.

Desafortunadamente, esta sabiduría convencional no es congruente con las evidencias empíricas: durante los seis sexenios de experimentación neoliberal (especialmente desde el llamado Pacto de Solidaridad Económica, firmado en 1987), las políticas macroeconómicas para el crecimiento sostenido del producto nacional y del empleo han sido abandonadas bajo la visión ortodoxa, según la cual la contribución nodal del Estado al desarrollo consiste en la creación de un marco de "estabilidad macroeconómica", entendida estrechamente como inflación decreciente, próxima al nivel inflacionario de Estados Unidos y finanzas públicas cercanas al equilibrio ingreso-gasto.

El problema consiste en que al desatender las macrovariables reales de la economía y, por tanto, los más relevantes equilibrios macroeconómicos (el crecimiento sostenido del PIB a tasas cercanas a las potenciales y, *eo ipso*, la operación de la economía en un nivel de ocupación próximo al pleno empleo), las estrategias macroeconómicas desplegadas por los gobiernos neoliberales han sacrificado la economía real de los mexicanos, exhibiendo un concepto mutilado de la estabilidad macroeconómica.

* Instituto de Investigaciones Económicas de la Universidad Nacional Autónoma de México.

No ha sido ciertamente un fenómeno privativo de México: entre las tecnocracias neoliberales latinoamericanas el concepto de estabilidad macroeconómica dejó de referirse a las variables reales de la economía, y pasó a ser utilizado simplemente como sinónimo de baja inflación y de "disciplina" fiscal, y a veces simplemente como sinónimo de baja inflación. Por eso, hasta el profesor Joseph Stiglitz, premio Nobel de Economía, se ha sentido obligado a recordar a los olvidadizos economistas neoliberales que "existen otras dimensiones de la política macroeconómica además de la inflación. El elemento «macro» se refiere al comportamiento agregado de los niveles totales de crecimiento, empleo e inflación; un país puede tener una inflación baja pero ningún crecimiento y un desempleo elevado. Para la mayoría de los economistas ese país tendría un esquema macroeconómico desastroso" (Joseph E. Stiglitz, *El malestar en la globalización*, Madrid, Taurus, 2002). En efecto, como ha señalado el destacado economista latinoamericano José Antonio Ocampo: "un concepto limitado de estabilización basado en un objetivo inflacionario puede tener un efecto tan negativo como las antiguas prácticas macroeconómicas en las que se subestimaba el costo de la inflación […]. La volatilidad del crecimiento genera una alta subutilización promedio de la capacidad productiva instalada, que reduce la productividad y las utilidades y por ende afecta adversamente la inversión. Así, la incertidumbre que produce la inestabilidad de las tasas de crecimiento puede tener efectos más severos sobre la acumulación de capital que una inflación moderada. De hecho, tal incertidumbre acentúa las estrategias microeconómicas «defensivas» (es decir, aquellas orientadas a proteger los activos de las empresas frente a un ambiente poco amigable), en vez de las estrategias «ofensivas» que conducen a altos niveles de inversión y de cambio tecnológico" (José Antonio Ocampo, "Retomar la agenda del desarrollo", en Fernando Solana (coord.), *América Latina XXI: ¿avanzará o retrocederá la pobreza?*, México, FCE, 2002). Desde luego, la inestabilidad de las macrovariables reales de la economía trae también consigo costos sociales muy elevados y ramificados.

Por eso, es necesario desechar el concepto estrecho de estabilidad macroeconómica centrado unilateralmente en la estabilidad de los precios y del balance fiscal; y pasar a una visión más amplia de la estabilidad macroeconómica, que atienda también la estabilidad de las variables reales de la economía, sin descuidar las variables financieras. Más aun, se trata de ampliar la visión de la estabilidad macroeconómica para incluir variables altamente relevantes —tales como el equilibrio de las cuentas externas, la competitividad del tipo de cambio, los coeficientes de ahorro interno e inversión, el volumen agregado de crédito interno y del endeudamiento privado con el exterior, los precios de los activos financieros e inmobiliarios,

y la solidez del sistema bancario—, cuyo descuido también ha conducido a la economía mexicana de crisis en crisis.

Hay que recordarlo: la experiencia mexicana y de la mayoría de los países de América Latina indica que lograr un crecimiento económico rápido con fuertes rezagos cambiarios y elevados déficits fiscales —como ocurrió en México bajo los gobiernos de Echeverría y López Portillo— resulta a la larga costoso, porque la insana adicción al ahorro externo —derivada del desequilibrio comercial, asociado a la sobrevaluación del tipo de cambio y al excesivo gasto público financiado con endeudamiento externo— suele desembocar en severas crisis de balanza de pagos.

Asimismo, el logro del equilibrio en las cuentas externas y fiscales, conseguido mediante un drástico recorte del gasto público promocional del desarrollo y una severa restricción monetaria y fiscal —como ocurrió en México bajo el gobierno de Miguel de la Madrid—, resulta tremendamente costoso por la destrucción de empleos, la enorme subutilización de capacidades productivas instaladas y el casi nulo crecimiento del PIB (0.29% anual en el periodo 1983-1988).

De igual modo, las estrategias macroeconómicas que erigen la estabilidad de precios en objetivo prioritario a ultranza —apuntalado en rígidas políticas de austeridad fiscal y en la utilización del tipo de cambio como ancla antiinflacionaria— resultan eficaces para estabilizar los precios, pero desestabilizan el crecimiento del PIB y del empleo, arrojando altísimos costos en términos de desperdicio de capacidades productivas. Además, cuando estas estrategias incurren en una excesiva adicción al ahorro externo —para pagar los crecientes déficits de cuenta corriente derivados de la sobrevaluación del tipo de cambio— pueden desembocar en crisis de balanza de pagos, como ocurrió en México bajo el gobierno de Carlos Salinas, cuando el déficit de cuenta corriente alcanzó el 7.1% del PIB en 1994, provocando la crisis financiera de 1994-1995 y la peor caída del PIB (-6.2% en 1995) observada en nuestro país desde la Gran Depresión.

En 2009, el PIB mexicano sufrió otra vez una tremenda caída de 5.9%, en medio de la Gran Recesión de la economía mundial, porque mientras otros países salieron a flote aplicando enérgicas políticas monetarias y fiscales contracíclicas, la tecnocracia neoliberal mexicana —como se muestra en este volumen— se mantuvo unilateralmente aferrada al control de la inflación y del balance fiscal, aun a costa de la caída del PIB y del empleo.

Hay que poner punto final a la unilateralidad en la política macroeconómica. Los problemas surgen precisamente cuando los árboles impiden ver el bosque: cuando se cuida con extraordinario celo la consecución del equilibrio en algunas variables macroeconómicas, considerándolas como la llave mágica de la prosperidad; pero se descuidan los demás equilibrios macroeco-

nómicos, menospreciándose el alto costo y la fragilidad de los equilibrios macroeconómicos parciales.

Ciertamente, el equilibrio macroeconómico general es un momento ideal en el análisis económico abstracto, sin que jamás exista como realidad concreta. Las economías reales se mueven, más bien, dentro de perpetuos desequilibrios macroeconómicos. Pero el arte de una buena política económica consiste en mantenerlos dentro de una razonable franja de seguridad macroeconómica integral. Más aún, no siempre los desequilibrios son perniciosos. Eventualmente hay que tolerar, con prudencia, cierto desequilibrio moderado de una variable macroeconómica para propiciar la corrección o el mejor desenvolvimiento de otra (v.gr. cierto desequilibrio fiscal temporal para salir de una recesión; o una moderada inflación de costos derivada de un deslizamiento cambiario en aras de la corrección de un desequilibrio externo); el punto está en mantenerlos dentro de la franja de seguridad macroeconómica. Este es el gran reto de una buena gestión macroeconómica. Evidentemente no es tarea fácil. Los caminos son diversos y resultan de sortear numerosas disyuntivas o encrucijadas.

Por eso, la política económica es un arte, lo mismo que la guerra. Ambas pueden apoyarse en importantes acervos de técnicas comprobadas; pero es el talento, la creatividad, la capacidad de tomar decisiones eficaces en medio de situaciones cambiantes, lo que hace el éxito de los hacedores de política económica o de la guerra. No hay una fórmula única; hay múltiples dilemas; caminos alternos, más largos o cortos, más llanos o escarpados, más seguros o riesgosos; y mutantes de tramo en tramo.

Además, no sólo existen disyuntivas de política económica que arrojan resultados distintos en términos de crecimiento económico y de sostenibilidad de los demás equilibrios macroeconómicos (en el corto, mediano y largo plazos), sino también resultados que afectan de manera asimétrica a las ramas de la producción y a los grupos sociales. "La función del proceso político —escribió el profesor Joseph Stiglitz— es escoger entre las distintas opciones, con conciencia de las ventajas y desventajas que se compensan; de que algunos ganan como consecuencia de ciertas políticas, mientras que otros pierden". "Si hay una compensación (trade-off) entre el desempleo y la inflación, y si los trabajadores se preocupan más por el desempleo, mientras que a los mercados financieros les importa más la erosión del valor de sus activos nominales como consecuencia de la inflación, entonces los trabajadores y los mercados financieros verán las compensaciones desde puntos de vista diferentes; si se confían las decisiones relativas a la política monetaria a un banco central independiente controlado por intereses financieros, o se ordena al banco central que centre la atención únicamente en la inflación, es más probable que los resultados respondan a los intereses

financieros y no a los intereses de los trabajadores". (Joseph E. Stiglitz, "El rumbo de las reformas. Hacia una nueva agenda para América Latina", en *Revista de la CEPAL*, Santiago de Chile, 2003).

De allí la importancia de contar con instituciones públicas —especialmente de las hacedoras de políticas económicas— que realmente representen los intereses generales de la nación y no sólo sirvan a intereses especiales.

Sólo con una amplia visión de las disyuntivas múltiples de política macroeconómica y con un claro sentido de prevalencia de los intereses generales de la nación sobre los intereses especiales, será factible pasar a una estrategia de eficiencia macroeconómica integral, que atienda simultáneamente todos los equilibrios macroeconómicos, cuidando especialmente el crecimiento sostenido del producto nacional y del empleo.

En esta perspectiva, la aplicación de políticas macroeconómicas capaces de reducir la volatilidad del crecimiento económico —que en México es de las más elevadas del mundo— es condición *sine qua non* de una estrategia de crecimiento sostenido de la economía real en concordancia con nuestro potencial productivo.

Para empezar, es necesario reivindicar la utilización de la política monetaria como instrumento contracíclico. Aunque parezca increíble, en la zona del Tratado de Libre Comercio de América del Norte, México es *excéntrico* en su política monetaria: mientras los otros socios del TLCAN tienen una política monetaria activa para el crecimiento económico y el empleo, y no sólo para la estabilidad de precios, México tiene una política monetaria exclusivamente dirigida al control de la inflación. La ley canadiense establece como mandato de su banco central "mitigar la influencia de fluctuaciones en el nivel general de la producción, el comercio, los precios y el empleo" (*Bank of Canada Act,* Chapter B-2); y en la legislación estadounidense —como se argumenta en este libro— el banco de la Reserva Federal tiene un mandato hacia la inflación, pero también hacia el crecimiento y el empleo. En contraste, la ley vigente que otorgó autonomía al Banco de México, decretada en 1993, establece en su artículo segundo: "El Banco de México tendrá por finalidad proveer a la economía del país de moneda nacional. En la consecución de esta finalidad tendrá como objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de dicha moneda". Eso es todo: entre los objetivos macroeconómicos del banco central mexicano no figuran el crecimiento económico ni el pleno empleo.

El problema consiste en que la mutilación ortodoxa de la política monetaria que convierte el abatimiento de la inflación en objetivo exclusivo, cancelando la otra función primordial de una buena política monetaria, que es la procuración del crecimiento económico sostenido y del pleno empleo,

priva a nuestro país de un poderoso instrumento contra las recesiones y trae consigo —en conjunción con la política fiscal procíclica— los repetidos ciclos de *freno y arranque,* que han reducido drásticamente las tasas medias de crecimiento económico en el mediano y largo plazos. (Durante todo el periodo 1993-2017, de autonomía del Banco de México con mandato macroeconómico unilateral sobre el control de la inflación, el PIB creció a una tasa media del 2.5% anual. Para comparar, durante el periodo 1934-1982, de operación de la estrategia económica de desarrollo liderado por el Estado, el PIB creció a una tasa media del 6.1% anual).

Por eso es necesario reformar la *Ley del Banco de México*, ampliando el mandato macroeconómico de nuestro banco central para que se encargue no sólo de procurar la estabilidad de precios, sino también promover el crecimiento sostenido del producto nacional y del empleo.

Debemos levantar la mirada: hoy día, los países desarrollados —así como las más exitosas economías en desarrollo— conservan la capacidad de combatir eficazmente las recesiones no sólo con políticas monetarias expansivas, sino también con déficits presupuestales. En contraste, los países en desarrollo que caen en los dogmas del Consenso de Washington se ven compelidos a aplicar políticas de austeridad fiscal y disciplina monetaria, incluso en tiempos de recesión. Recuérdese que —en materia fiscal— las prescripciones del Consenso de Washington comprenden: *1*) la estricta disciplina fiscal (esto es, el equilibrio ingreso/gasto público como fin a ultranza, que cancela el papel activo de la política fiscal para regular el ciclo económico); *2*) la erradicación de los desequilibrios fiscales previos, pero no mediante un incremento de la recaudación tributaria, sino a través de la reducción de la inversión y el gasto públicos (que conduce a la supresión o reducción de los programas de fomento económico y desarrollo social); *3*) la reducción de las tasas máximas de impuestos sobre el ingreso y la ampliación de la base de contribuyentes, lo que excluye una reforma fiscal basada en impuestos progresivos sobre el ingreso (véase John Williamson, *The Progress Of Policy Reform In Latin America*, Institute for International Economics, Washington, D.C., 1990).

Los gobiernos neoliberales de México se han apegado estrictamente a las prescripciones del Consenso de Washington. En consecuencia, la política fiscal pasó a regirse por estrictas metas de balance ingreso-gasto, de modo que las reducciones de ingresos —que normalmente ocurren durante las recesiones— han tenido típicamente como contraparte recortes en el gasto público para cumplir las metas de balance fiscal. De hecho, desde el primer gobierno neoliberal, de Miguel de la Madrid, la "estricta disciplina fiscal" fue tan religiosamente asumida, que los drásticos recortes de la inversión y

el gasto públicos resultaron impresionantes, al grado de que al finalizar los ochenta el propio John Williamson (*op. cit.*) encontró en México un "fuerte superávit fiscal primario" y una "austeridad fiscal extrema". Su costo: el PIB per cápita cayó a una tasa media de 2.1% anual durante el sexenio 1983-1988, con los consiguientes efectos sobre el empleo y el ingreso de las familias.

De manera puntual, el dogma de la *disciplina* fue consagrado como *objetivo* fundamental de la estrategia económica desde el *Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994*; y se convirtió en motivo constante de la propaganda gubernamental. Así, el secretario de Hacienda, Pedro Aspe, festinaba: "La administración del Presidente Salinas ha logrado un saneamiento profundo y sostenible de las finanzas públicas. Se pasó […] a finanzas superavitarias desde 1992 y este año tendremos un presupuesto balanceado" (Pedro Aspe Armella, *Balance de la Transformación Económica durante la Administración del Presidente Carlos Salinas de Gortari*, SHCP, julio de 1994). De igual modo, el presidente Salinas, con su característica arrogancia, afirmó en su *Cuarto Informe de Gobierno*: "La disciplina fiscal es el encuadre fundamental de la estabilización económica […]. En México sostendremos la estricta disciplina fiscal, aun cuando alcancemos una inflación de un dígito. Esta estrategia está dando resultado. Por eso, reitero, la seguiremos manteniendo". Dos años después estallaría la tremenda crisis financiera de 1994-1995, seguida por la mayor caída del PIB mexicano desde la Gran Depresión. No obstante, la fe supersticiosa en la "estricta disciplina fiscal" como garantía de la estabilidad macroeconómica se ha mantenido bajo los gobiernos subsecuentes.

Así, el neoliberalismo mexicano dio —y continúa dando— la espalda a la experiencia universal que muestra numerosas situaciones de bonanza con finanzas públicas deficitarias en niveles manejables. Por ejemplo, el país que ha logrado el crecimiento más espectacular durante las últimas tres décadas, no ha compartido el dogma del equilibrio fiscal a toda costa: China presentó déficits fiscales de 4.2% del PIB en 1998, 2.8% en 2000, 3% en 2002, 3.1% del PIB en 2009 y de 3.7% del PIB en 2016, logrando una tasa media de crecimiento del PIB de 9.4% anual durante el periodo 1990-2017.

La razón por la cual los países exitosos suelen operar en ciertos periodos con elevados déficits fiscales consiste en que la flexibilidad en el manejo de las finanzas públicas es indispensable para combatir el ciclo económico: si la actividad económica se contrae, el incremento de la inversión y el gasto públicos —o bien la reducción temporal de impuestos a los estratos de ingresos bajos y medios, a fin de estimular la demanda agregada— impulsan la actividad económica, sin que después tenga que regresarse exactamente al punto inicial, puesto que una actividad económica acrecentada genera ingresos fiscales mayores, permitiendo cerrar la brecha ingreso-gasto público.

Por el contrario, la ausencia de flexibilidad en las metas de balance fiscal —combinada con la aplicación del segundo dogma del Consenso de Washington en materia fiscal, que consiste en realizar el ajuste presupuestal vía reducción del gasto, en lugar de cerrar la brecha ingreso-gasto mediante una reforma tributaria basada en impuestos progresivos sobre el ingreso (véase el libro *Equidad fiscal* de esta colección)— no sólo ha contribuido a la volatilidad en el crecimiento económico por los efectos contraccionistas inmediatos sobre la actividad económica que traen consigo los apretones de la inversión y el gasto públicos; sino que los recortes presupuestales han afectado también las piedras angulares de la productividad y la competitividad —formación de recursos humanos, infraestructura (carretera, hidráulica, etcétera), industrias estratégicas (sobre todo la energética), fomento económico sectorial, etcétera—, vulnerando el desarrollo del país en el mediano y largo plazos.

Por eso, la pléyade de economistas que en septiembre de 2004 formularon la *Agenda del Desarrollo de Barcelona* —Paul Krugman, Joseph Stiglitz, Dani Rodrik, Jeffrey Sachs, José Antonio Ocampo, Alice Amdsen, entre otros— señalaron como punto especial de la *Agenda*: "Las naciones en desarrollo que esperan prosperar deberían seguir unas políticas financieras, monetarias, fiscales y de endeudamiento prudentes. Pero una posición fiscal prudente no es lo mismo que un presupuesto equilibrado cada año, sean cuales sean las circunstancias. Las políticas macroeconómicas contracíclicas son más eficientes [...]. Los países en desarrollo deberían crear instituciones para hacer posibles estas políticas".

Sin embargo, lo que ha hecho la tecnocracia neoliberal en México es exactamente lo contrario: crear un marco jurídico que hace prácticamente imposibles las políticas macroeconómicas contracíclicas. Aunque parezca increíble, a la mutilación ortodoxa de la política monetaria que fue amarrada en 1993 con la *Ley del Banco de México*, se agregó la mutilación ortodoxa de la política fiscal que fue amarrada en 2006 con la *Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria*, que convierte en mandato de ley el cumplimiento de las metas de balance fiscal, aun cuando el PIB y el empleo estén desplomándose. (Puntualmente la LFPRH ordena recortar el gasto público cuando caigan los ingresos fiscales sin que esta caída pueda ser compensada con los raquíticos fondos de estabilización). Así, durante la Gran Recesión de 2009, se realizó en México un recorte presupuestal de 85 000 millones de pesos, aun cuando el PIB sufría una caída que cerró en 5.9% en ese año, con un dramático incremento del desempleo y de la pobreza.

Ciertamente, hay que rechazar al manejo imprudente de las finanzas públicas que se observó bajo los gobiernos de Echeverría y López Portillo, cuyos grandes déficits fiscales combinados con la enorme sobrevaluación

del tipo de cambio, desembocaron en la crisis de la deuda; pero debe rechazarse también el manejo irresponsable de las finanzas públicas característico de los gobiernos neoliberales, que convierten en fetiche las metas de balance fiscal aun a costa del derrumbe del PIB y del empleo.

En consecuencia, la *Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria* debe ser reformada para ampliar el mandato macroeconómico de la autoridad hacendaria, de manera que no sólo se ocupe de cuidar la solvencia fiscal, sino también del crecimiento sostenido del producto nacional y del empleo.

Además, una eficiente estrategia macroeconómica debe también utilizar eficazmente la política cambiaria como poderoso instrumento macroeconómico de desarrollo: el tipo de cambio debe cumplir su tarea primordial como palanca de la competitividad agregada de la planta productiva mexicana y del equilibrio de las cuentas externas, evitando los procesos de sobrevaluación del peso mexicano que conducen a la insana adicción al ahorro externo y se convierten en un pesadísimo lastre para el crecimiento económico y la generación de empleos.

De hecho, desde el denominado *Pacto de Solidaridad Económica,* firmado en 1987, las estrategias macroeconómicas dirigidas a la estabilidad de precios como objetivo prioritario a ultranza, utilizaron el tipo de cambio como ancla antiinflacionaria: primero mediante la fijación de la tasa de cambio (durante 1988); después, mediante un régimen de banda cambiaria dentro de la cual el peso se deslizaba frente al dólar estadounidense a una tasa predeterminada, que servía de precio guía de las expectativas inflacionarias. En la práctica, la inflación resultó casi siempre superior al deslizamiento cambiario, originando una creciente sobrevaluación del peso que disparó los déficits comercial y de cuenta corriente, hasta desembocar en el colapso financiero y la macrodevaluación de 1994.

Después del ajuste externo conseguido en 1995-1996, la estrategia macroeconómica volvió a centrarse en la estabilidad de precios como objetivo prioritario a ultranza, utilizando nuevamente el tipo de cambio como ancla antiinflacionaria, pero ya no bajo un régimen de banda cambiaria, sino mediante un régimen de flotación sucia. De hecho, en su *Informe sobre la Inflación Abril-Junio 2000*, al exponer el *modus operandi* de su política monetaria, el Banco de México señaló expresamente: "Al imponer un «corto» el Banco de México presiona al alza las tasas de interés. En un contexto de libre movilidad de capitales las variaciones de la tasa de interés influyen también sobre el comportamiento del tipo de cambio. Dado el nivel de la tasa de interés externa y la percepción del riesgo-país, un aumento de la tasa de interés nacional induce una apreciación del tipo de cambio, lo que disminuye el

precio de los bienes comerciables. Por otro lado, una apreciación del tipo de cambio lleva a una reducción de la demanda por exportaciones y a un aumento de las importaciones, mitigándose las presiones de la demanda agregada sobre los precios internos". Además de aflorar la mano negra del Banco de México sobre la "flotación cambiaria", se exhibe la utilización deliberada del tipo de cambio como ancla antiinflacionaria.

El problema consiste en que la apreciación real del tipo de cambio afecta desfavorablemente la competitividad-precio de los productos mexicanos, tanto en el mercado exterior, como en el interior (frente a las importaciones), de modo que la sobrevaluación quita compradores a la planta productiva mexicana, incidiendo desfavorablemente sobre la economía real, afectando la tasa de crecimiento económico, la estructura y articulación de las cadenas productivas, así como el nivel general de ocupación de la capacidad instalada y de la fuerza laboral.

Además, el Banco de México no sólo incide sobre el tipo de cambio mediante movimientos en la tasa de interés, sino también mediante intervenciones directas en el mercado cambiario, adquiriendo divisas y realizando subastas de divisas, amén de ventas extraordinarias en situaciones de turbulencia para evitar la brusca depreciación del peso.

Desde luego, el problema no consiste en que tengamos un régimen de flotación administrada, sino en su utilización unilateral como instrumento antiinflacionario. Así, la tecnocracia mexicana ha resultado ser "más papista que el Papa". El propio autor de la síntesis del Consenso de Washington, John Williamson (*op. cit.*), recuerda que en el cónclave de "expertos" reunidos para arribar a ese Consenso, la visión según la cual "el tipo de cambio tiene que suministrar un anclaje nominal a la inflación, en tanto que debe dejarse que la competitividad se cuide sola", constituyó apenas una de las posturas; de hecho, el propio Williamson defendió la postura opuesta, de un tipo de cambio competitivo para estimular las exportaciones.

Por lo tanto, la tecnocracia neoliberal mexicana ha optado por la peor de las opciones: utilizar el tipo de cambio como "ancla nominal de la inflación". En consecuencia, ha mutilado la política cambiaria, privándola de su más importante función: asegurar el equilibrio comercial y de cuenta corriente a través de la competitividad-precio agregada de nuestros productos, contribuyendo así al crecimiento de la economía nacional. Para decirlo con Dani Rodrik: un tipo de cambio competitivo "es de facto la forma de política industrial más eficaz que se pueda imaginar" (D. Rodrik, "The IMF Needs Fresh Thinking on Capital Controls", *Project Syndicate*, 11/XI/09). Sin duda, uno de los países que con mayor audacia y éxito ha utilizado esta "eficaz forma de política industrial" es China: la sistemática subvaluación de su moneda para apuntalar la competitividad-precio de sus productos, ha

sido instrumento nodal de su acelerada industrialización. Baste recordar que durante el periodo 1989-2017, China acumuló un superávit comercial de 4 341 688.9 millones de dólares (leyó usted bien: más de cuatro millones de millones de dólares), lo que constituye el indicador estructural más fehaciente de la enorme subvaluación de su moneda. Por el contrario, la sistemática utilización del tipo de cambio como ancla antiinflacionaria en México (desde el *Pacto de Solidaridad Económico* acordado en 1987 hasta el presente, con excepción del bienio 1995-1996), ha traído consigo la casi crónica sobrevaluación del peso mexicano, de manera que el balance comercial acumulado durante el periodo 1989-2017 asciende a -235 421.4 millones de dólares, incluyendo los enormes ingresos petroleros (si se excluyen, el balance comercial acumulado ascendió a -712 379.7 millones de dólares), evidenciando así la sobrevaluación sistémica de nuestra moneda.

Ergo, la política macroeconómica que utiliza el tipo de cambio como ancla antiinflacionaria ha provocado en México el grave padecimiento conocido como enfermedad holandesa, cuyo concepto —permítasenos recordarlo— derivó del impacto adverso que tuvo en la economía de Holanda el *boom* de ingresos procedentes de sus exportaciones de gas natural, tras los grandes descubrimientos del Mar del Norte en la década de 1960. En lugar de que estos ingresos extraordinarios aceleraran el crecimiento económico de Holanda, provocaron su desindustrialización, debido a la pérdida de competitividad-precio de sus productos derivada de la apreciación real de su moneda (el florín) causada por la sobreoferta de divisas procedentes del gas. Desde entonces, el concepto de síndrome holandés se ha hecho extensivo a todo tipo de situaciones en que una enorme sobreoferta de divisas, cualquiera que sea su origen —ingresos por exportación de recursos naturales, remesas familiares (que proceden de la exportación masiva del más importante recurso nacional: la mano de obra), inversión extranjera especulativa o de cartera, etcétera— provoca procesos de apreciación real del tipo de cambio, que socaban la competitividad-precio de los productos industriales del país y afectan negativamente el crecimiento económico.

Por eso hemos recomendado reiteradamente (véase J.L. Calva, *México más allá del neoliberalismo*, Plaza y Janés, México, 2000) una política cambiaria orientada a apuntalar permanentemente la competitividad-precio de nuestra planta productiva y, en consecuencia, a promover el crecimiento sostenido del producto nacional y del empleo. Manteniendo la flotación hacia arriba —a fin de no comprometer reservas para defender un tipo de cambio determinado— hemos propuesto introducir un *piso cambiario* próximo a la paridad real de equilibrio de largo plazo.

Definiendo el *tipo de cambio de equilibrio* como la paridad peso/dólar estadounidense que se observa cuando la *balanza comercial sin maquiladoras y*

sin ingresos petroleros extraordinarios se encuentra en *equilibrio* —lo que indica que *la planta productiva mexicana es globalmente competitiva con esa tasa de cambio*, situación que se observó en el año 1988 (cuando se registró un modesto superávit comercial sin maquiladoras de 272 MDD, bajo las actuales condiciones de apertura comercial que ya entonces se había realizado) y nuevamente en el primer semestre de 1996 (aun descontando los ingresos petroleros extraordinarios, la balanza comercial sin maquiladoras estuvo prácticamente equilibrada, con un modesto superávit de 107.5 MDD)—, dicho *tipo de cambio de equilibrio* debe ser adoptado *como piso cambiario.* Manteniendo en general el régimen de flotación hacia arriba y *ajustando periódicamente el piso cambiario* conforme a la diferencia entre las tasas de inflación mexicana y estadounidense, el Banco de México debe evitar que el precio del dólar baje del piso de equilibrio cambiario, simplemente comprando dólares y esterilizando el efecto inflacionario de estas operaciones mediante la emisión de títulos de deuda (lo que desde luego conduce a acrecentar la reserva de divisas, que pueden utilizarse productivamente bajo algunas modalidades propuestas en este libro).

De esta manera, dispondremos de una política cambiaria que no sólo permitirá *mantener la competitividad agregada* de la planta productiva mexicana, sino también hará *predecible el tipo de cambio,* reducirá drásticamente los espacios de la especulación monetaria, otorgará certidumbre a las inversiones, así como *realismo y permanencia* al proceso de estabilización de los precios, contribuirá como poderoso factor al equilibrio sostenible de las cuentas externas y, *eo ipso,* al crecimiento sostenido de la economía mexicana.

Por último —en orden, no en importancia—, una eficiente estrategia macroeconómica para el crecimiento acelerado y sostenido con equidad debe poner punto final a la utilización del salario mínimo como ancla antiinflacionaria. Durante seis sexenios de experimentación neoliberal, los incrementos anuales del salario mínimo —fijados al final de cada año con la misma tasa de inflación proyectada para el año siguiente— han sido utilizados como precio guía de las expectativas inflacionarias. Pero como las tasas de inflación realmente observadas han sido casi siempre mayores que las tasas de inflación proyectadas, ello ha provocado el fuerte deterioro acumulado del salario mínimo real (entre 1983 y 2017 perdió el 69.1% de su poder de compra). Además, puesto que los incrementos del salario mínimo han servido de referente para las negociaciones salariales de los trabajadores del sector formal de la economía, éstos sufrieron también una fuerte pérdida de poder adquisitivo: los salarios contractuales de las ramas de jurisdicción federal perdieron el 63.6% de su poder de compra durante el periodo 1983-2017. (Paradójicamente, aunque en 2016 fue aprobada una

reforma constitucional que creó una unidad de cuenta para reemplazar al salario mínimo general como unidad de medida de precios y tarifas del sector público, esta reforma no ha puesto fin a la utilización de la política salarial como instrumento antiinflacionario. Para 2017, los salarios mínimos profesionales —de carpinteros, secretarias, choferes, etc.— solo se incrementaron con una tasa igual a la inflación proyectada de 3.9% anual, pero como la inflación observada en los precios de la canasta básica fue de 8.3%, los salarios mínimos profesionales perdieron más del 4% de su poder adquisitivo, arrastrando a la baja los salarios contractuales de las ramas de jurisdicción federal que perdieron el 3.2% de su poder de compra).

El argumento que ha sustentado esta política salarial, desde el primer programa económico neoliberal (véase *Programa Inmediato de Reordenación Económica*, diciembre de 1982), consistió en que los aumentos salariales superiores a la inflación esperada provocan presiones inflacionarias que acaban deteriorando aún más el poder adquisitivo del salario. Sin embargo, el carácter espurio de este argumento tecnocrático-neoliberal se evidencia con la propia historia económica de nuestro país. Durante la época del desarrollo estabilizador (1958-1970), los incrementos nominales del salario mínimo fueron de 9% en promedio anual, superiores a la tasa de inflación observada, que fue de 2.5% en promedio anual. Además, la tasa de incremento del salario mínimo real, de 6.5% en promedio anual durante el mismo lapso, resultó también superior a la tasa de incremento de la productividad del trabajo, la cual creció 4.7% anual durante el periodo 1959-1970.

No obstante, los incrementos salariales a tasas mayores que la suma de las tasas de inflación y de incremento de la productividad, jamás desencadenaron una escalada inflacionaria. ¿Por qué?

Porque entre los propósitos *honestamente postulados* y *congruentemente aplicados* del desarrollo estabilizador —dados a conocer ex ante— figuraron precisamente los siguientes: "aumentar los salarios reales" y "mejorar la participación de los asalariados en el ingreso nacional disponible" (Antonio Ortiz Mena, *El desarrollo estabilizador. Reflexiones de una época,* FCE, México, 1998). En congruencia con este objetivo dual, los aumentos salariales debían precisamente superar los incrementos agregados de los precios y la productividad, a fin de lograr la mejora en la distribución factorial del ingreso. Y efectivamente, la participación de los salarios en el ingreso nacional disponible (IND) pasó del 26.3% en 1950-1958 al 35.2% en 1959-1967 y al 37.5% del IND en el bienio 1969-1970; mientras que el excedente de operación se redujo del 70.2% del IND en 1950-1958, al 60.7% del IND en el periodo 1959-1967, y al 58.1% del IND en el bienio 1969-1970.

Desde luego, para que esta mejora en la distribución factorial del ingreso fuera factible, se requería un acuerdo social; y en la práctica este acuerdo

operaba en forma de compromiso de no trasladar a los precios de los productos los incrementos reales de los salarios. No obstante, aunque la relación salarios/utilidades se incrementaba progresivamente en favor de los asalariados, la *masa de ganancias empresariales* crecía aceleradamente, debido al fuerte crecimiento económico sustentado en un pujante mercado interno, de manera que la inversión fija bruta (IFB: en maquinaria, equipo y construcciones) se incrementó aceleradamente: a una tasa media del 8.8% anual durante el sexenio 1959-1964 y del 9.2% anual en el sexenio 1965-1970, lo que permitió el crecimiento del PIB a una tasa media del 6.8% anual en el periodo 1959-1970.

En contraste, durante el periodo de operación de la estrategia económica neoliberal, la inversión fija bruta apenas creció a una tasa media del 2.4% anual durante el periodo 1983-2017, que sólo permitió un crecimiento del PIB a una tasa media del 2.3% anual en igual periodo. Lo peor fue que la participación de los salarios en el ingreso nacional disponible, que había alcanzado el 41.9% durante el periodo 1971-1982, descendió al 33.8% del IND en el periodo 1983-2016, y al 32% del IND en el trienio 2014-2016.

En consecuencia, la estrategia macroeconómica que erige la estabilidad de precios en objetivo a ultranza utilizando los incrementos del salario mínimo como guía de las expectativas inflacionarias, no sólo ha traído consigo el empobrecimiento de las mayorías nacionales, sino también un paupérrimo crecimiento del mercado interno, con efectos negativos sobre el crecimiento del PIB y del empleo.

Sin un robusto mercado interno, debilitado por la reducción de la participación de los salarios en el ingreso nacional disponible; con una débil o adversa competitividad-precio de los productos mexicanos derivada de la casi crónica sobrevaluación del tipo de cambio; y, para colmo, sin políticas macroeconómicas contracíclicas que atemperen la volatilidad del crecimiento económico, evitando los ciclos de *freno y arranque*, no es difícil explicar por qué la economía mexicana creció a una raquítica tasa del 2.3% anual durante las tres décadas y media de experimentación neoliberal.

La moraleja es obvia: una eficiente estrategia económica de desarrollo sostenido con equidad debe desechar el concepto estrecho de estabilidad macroeconómica centrado unilateralmente en el control de la inflación y del balance fiscal, para asumir una visión integral de la estabilidad macroeconómica. En consecuencia, las políticas macroeconómicas (monetaria, cambiaria y fiscal), así como la política salarial, deberán estar dirigidas no sólo al control de la inflación y del balance fiscal, sino también —y principalmente— hacia el crecimiento sostenido del producto nacional y del empleo, al mejoramiento de la distribución factorial del ingreso y a la elevación del bienestar social de los mexicanos.

Primera sección

Políticas de banca central para el desarrollo con estabilidad

Políticas de banca central en un contexto de inflación estructural

Mónica C. Mimbrera Delgado*

Introducción

La adopción de los esquemas de metas de inflación en las economías emergentes tiene como saldo una reducción del ritmo de crecimiento económico y de generación empleos, lo que se traduce en la incapacidad de este esquema de disminuir el *índice de sacrificio* que relaciona los costos del desempleo con el combate a la inflación (Epstein y Yeldan, 2008). Adicionalmente, la política convencional de incremento en las tasas de interés para contener la inflación, conduce a distorsiones en la distribución del ingreso y en la asignación de los recursos financieros. Existe evidencia empírica (Epstein, 2003) que muestra que altas tasas de interés real y baja inflación, en combinación con la libre movilidad de capitales, han elevado la participación de la clase rentista en el ingreso en perjuicio del capital productivo y los salarios. Este capítulo tiene como objetivo evaluar la pertinencia de este esquema monetario bajo el contexto de economías que, como la mexicana, padecen inflación estructural. Asimismo, se propone un enfoque alternativo que tenga como objetivo variables reales (empleo, crecimiento económico, tasa de inversión) que contribuyan de manera directa al bienestar económico de la mayoría de los residentes de un país.

Además de esta introducción, el trabajo se compone de cuatro secciones. En la primera de ellas se describen las características que distinguen al paradigma monetario de inflación objetivo y se destacan las limitantes que el esquema presenta bajo las condiciones económicas que enfrentan las naciones en vías de desarrollo. En el segundo apartado se explica el mecanismo de transmisión de la política monetaria a partir de los diferentes canales que

* Profesora de la Facultad de Estudios Superiores Acatlán de la Universidad Nacional Autónoma de México.

reconoce el esquema de metas de inflación y se analizan los efectos que las decisiones de política monetaria tienen sobre el desempeño de las variables reales (empleo, producto, inversión productiva y exportaciones netas). Seguidamente se detallan los motivos económicos y financieros que inciden en los problemas de inflación estructural de las economías emergentes que las obligan a evitar una senda de depreciación de su tipo de cambio a través del uso de la intervención esterilizada en el mercado cambiario. En la última sección se propone un enfoque alternativo para el diseño de políticas macroeconómicas que ayuden a resolver el problema de la inflación estructural de las economías emergentes.

El régimen monetario de metas de inflación

El esquema de objetivos de inflación considera que ésta es un fenómeno monetario y postula que los precios son una función de las expectativas de los agentes económicos. Ello implica que la política monetaria debe basarse en una comunicación permanente y transparente con la sociedad, de tal forma que se genere una credibilidad suficiente para establecer un mecanismo de profecías autocumplidas (Le Heron y Carre, 2005). Su premisa fundamental es que un banco central autónomo debe utilizar la tasa de interés como instrumento de política monetaria para alcanzar la estabilidad de precios a partir de fijar un objetivo de inflación alcanzable en el mediano plazo (Perrotini, 2007).

La implementación de este esquema monetario involucra aspectos institucionales y operativos, entre los que se encuentran: *a)* el reconocimiento de la estabilidad de precios como el objetivo fundamental de la política monetaria; *b)* el anuncio de objetivos de inflación de mediano plazo; *c)* un banco central autónomo; *d)* la aplicación de la política monetaria en un marco de transparencia y comunicación constante sobre los objetivos, planes y decisiones de la autoridad monetaria; *e)* la detección de todas las fuentes de presiones inflacionarias para evaluar la trayectoria futura del crecimiento de los precios y la toma de decisiones con respecto a la política monetaria; *f)* mediciones alternativas de la inflación para detectar choques transitorios y la tendencia de mediano plazo del crecimiento de los precios (Bernanke y Mishkin, 1997; Banco de México, 2017a).

Asimismo, el modelo de metas de inflación para una economía cerrada se sustenta en tres ecuaciones. La primera de ellas vincula la brecha del producto con la tasa de interés real; la segunda relaciona la variación de la inflación como una función de la brecha de producto y de las expectativas de los agentes económicos; finalmente, una tercera función define a la tasa de in-

terés nominal como resultado de las desviaciones de la inflación observada respecto a la meta establecida, así como de la brecha del producto (Mántey, 2009). Para el caso de una economía abierta, el esquema asume además un régimen cambiario de libre flotación y el cumplimiento de la condición de paridad descubierta de tasas de interés, al tiempo que incorpora los efectos de las variaciones en el tipo de cambio dentro de las funciones del producto y la inflación. Estos aspectos implican la utilización de la tasa de interés como el único instrumento de la política monetaria alrededor de la cual gravitarán las expectativas de los agentes económicos.

Desde la perspectiva de este enfoque, el uso de la tasa de interés de política como el ancla nominal de la economía conlleva, por una parte, que la trayectoria de la inflación que espera el público esté en función del objetivo de precios que anuncia el instituto emisor. Por otro lado, las expectativas de los agentes determinarán el comportamiento y evolución del resto de las variables macroeconómicas para alcanzar el cumplimiento de la meta de inflación (Flood y Mussa, 1994). Bajo este orden de ideas, si el banco central estabiliza los precios, se reducirá la brecha entre el producto corriente y el potencial; en otras palabras, la estabilidad de precios conduce al pleno empleo. Así, de acuerdo con Bernanke y Mishkin (1997), el uso de metas de inflación permite una política monetaria de *discreción limitada* basada en una banca central en constante comunicación con el público, responsable y disciplinada, cuyas acciones conducen a la estabilidad macroeconómica.

Una parte de las críticas hacia el esquema de metas de inflación pone en entredicho la estabilidad de precios como elemento que determina al pleno empleo. Otras más, destacan la total desatención que este enfoque tiene respecto al desempeño de las variables reales; en tanto que otros oponentes del paradigma señalan como serias limitantes en la aplicación del esquema a las fluctuaciones de capitales en mercados financieros globales y desregulados, y sus efectos sobre el tipo de cambio.

Con respecto a la primera de esas críticas, Pérez Caldentey (2015) acuña el término *coincidencia divina* para referirse a la situación en la cual estabilizar la inflación alrededor de su meta implicará que el producto alcance su nivel natural. El autor destaca que "en un escenario de economía abierta con flotación cambiaria, como lo requiere el marco monetario de metas de inflación […] los resultados del modelo pueden ser radicalmente opuestos e inconsistentes" (Pérez Caldentey, 2015:104). Para resolver esta incoherencia, señala el autor, se requiere asimilar el contexto de una economía abierta a una cerrada. La manera en que las economías emergentes lo han hecho ha sido a través de intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario que implican un importante costo financiero, económico y social.

La falta de atención que el enfoque tiene sobre indicadores de la economía real se evidencia cuando el medidor de desempeño del régimen se basa en cuantificar los efectos que tiene la política monetaria en la trayectoria del nivel de precios y omite otros objetivos macroeconómicos como la generación del empleo, el crecimiento económico o la distribución del ingreso (Mántey, 2012). En el caso concreto de México, la desatención al cumplimiento de metas reales se manifiesta en la definición de objetivos del Banco de México y alcanza rangos constitucionales. Así, la Carta Magna establece en su artículo 28 que el banco central será autónomo para utilizar los instrumentos de la política monetaria con el objetivo prioritario de mantener la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda.

La operatividad del modelo de inflación objetivo presenta también serias limitantes en el contexto de mercados financieros globales y desregulados. En la investigación desarrollada por Panico y Moreno-Brid (2015), los autores explican que los acuerdos de Bretton Woods establecían restricciones a los movimientos internacionales de capital que le permitían a los bancos centrales controlar el canal externo de emisión monetaria y orientar el diseño de la política económica al alcance de objetivos internos como crecimiento, empleo y equidad social.

La ruptura de dichos acuerdos trajo dos consecuencias importantes en materia del manejo de la política monetaria. Primeramente, incapacitó a los bancos centrales para controlar el canal externo de la creación-destrucción de la base monetaria, al tiempo que minó la capacidad de la política económica para el alcance de objetivos nacionales. En segundo lugar, la dependencia creciente de los flujos internacionales de capital ha obligado a los bancos centrales de las economías emergentes a elevar el control sobre los canales nacionales de emisión monetaria con la finalidad de reducir la exposición de las economías a ataques especulativos (Panico y Moreno-Brid, 2015).

En resumen, el esquema de metas de inflación impone un marco de discrecionalidad restringida para el manejo de la política monetaria. Se basa en una regla en la que la tasa de interés —en su papel de ancla formal de la economía— tendrá que ajustarse ante variaciones en la inflación o la brecha del producto. Sus defensores argumentan que el anuncio y cumplimiento de objetivos de inflación aumenta la credibilidad de la banca central, mejora la planeación del sector privado y la comprensión por parte de los agentes económicos de las decisiones de la autoridad monetaria (Bernanke y Mishkin, 1997).

Bajo este orden de ideas, cabría esperar que el óptimo desempeño de este esquema depende de que el banco central sea capaz de mantener bajo su control todas las posibles fuentes de presiones inflacionarias, lo que aunado

con otras prácticas, le permitirá sustentar y acrecentar su credibilidad ante los agentes económicos. Sin embargo, la adopción de este paradigma monetario pasa por alto el hecho de que en las economías emergentes prevalece el problema de inflación estructural derivado de la alta dependencia tecnológica y financiera que se mantiene con el exterior. Bajo este contexto, el tipo de cambio sigue siendo una variable clave en el comportamiento de los precios y en la formación de expectativas de los agentes. A partir de estas características, los choques inflacionarios que se presentan en las economías en desarrollo se producen de manera cíclica y con efectos acumulativos. La inflación inercial en estos países no se eliminará a través del manejo de expectativas como indica el nuevo monetarismo, ya que su comportamiento depende más bien de las presiones que se generan en indicadores vinculados al sector externo como la balanza de pagos y el tipo de cambio (Mántey y Mimbrera, 2012).

El mecanismo de transmisión de la política monetaria y sus efectos sobre las variables reales de la economía

En la literatura macroeconómica convencional, el mecanismo de transmisión de la política monetaria se ha vinculado con la teoría cuantitativa del dinero. Bajo este enfoque, el ingreso nominal y los precios son una función de la oferta monetaria, y las variaciones en la cantidad de dinero generan efectos proporcionales en el nivel de precios. Asimismo, se acepta la idea de que en el corto plazo la política monetaria impacta tanto a variables nominales como reales, aunque se considera que en estas últimas los efectos son transitorios. Ello obedece a que en el largo plazo los mercados tenderán a ajustarse y, si se cumplen una serie de supuestos, las variables reales retornarán a sus niveles de equilibrio de largo plazo, los cuales se encuentran asociados a una tasa natural de desempleo (León, 2012). En pocas palabras, el paradigma monetario de inflación objetivo reconoce la neutralidad del dinero.

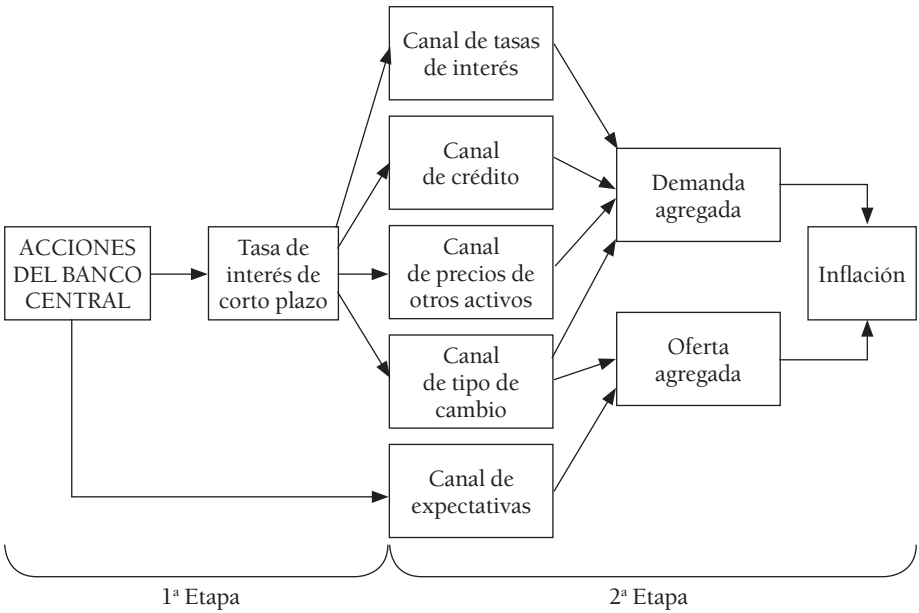
Como se ha indicado previamente, el esquema de metas de inflación postula a la tasa de interés como único instrumento de la política monetaria. El análisis del mecanismo de transmisión de las acciones del banco central para alcanzar la estabilidad de precios, a través de impactar a la demanda agregada, incluye diferentes canales. En la literatura económica ortodoxa normalmente se identifican cuatro de ellos (Mishkin, 1996; Schwartz, 1998):

- El canal de la tasa de interés.
- El canal del tipo de cambio.

- El canal de precios de otros activos.
- El canal del crédito.

El cuadro 1 muestra de manera esquematizada la forma en que las decisiones de política monetaria se transmiten a través de la tasa de interés de corto plazo, y por medio de los diferentes canales inciden en la demanda y oferta agregada para repercutir, en última instancia, sobre los niveles de inflación. En dicho cuadro se aprecia que además de los canales de transmisión anteriormente listados, Banco de México incorpora el canal de las expectativas, el cual tiene un papel determinante si se toma en cuenta que desde la visión de este paradigma monetario, el instituto emisor está obligado a generar credibilidad entre los agentes económicos.

CUADRO 1
MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



FUENTE: "Efectos de la política monetaria en la economía", material de referencia de Banco de México.

Para los objetivos de este trabajo, interesa abordar el mecanismo de transmisión de una política monetaria contractiva, la cual es necesaria si se toma en cuenta que para este enfoque la inflación es resultado de presiones de demanda. Particularmente conviene resaltar los efectos que ocasionan los

canales de la tasa de interés y del tipo de cambio sobre variables reales como el consumo, la inversión, el producto, el empleo y las exportaciones netas.

Al seguir la explicación del esquema que se presenta en el cuadro 1, se puede apreciar que las acciones de Banco de México afectarán a la tasa de fondeo bancario (tasa de interés de corto plazo). Una política monetaria restrictiva implica un aumento en la tasa de fondeo (Δi) que repercutirá en toda la curva de tasas de interés, lo que contrae la demanda de dinero de los agentes económicos (∇M_d). Ante esta situación, la banca central ajustará la oferta de base monetaria (∇M_s) de forma tal que se mantenga el equilibrio en el mercado de dinero, pero ahora con una tasa de interés más alta. El aumento en el costo del dinero reduce el gasto de inversión y consumo de los sectores que son sensibles a dichas variaciones, esto es, se contraen los gastos de inversión de los empresarios (∇I) así como los gastos de consumo en vivienda y bienes duraderos de las familias (∇C). El decremento de los gastos de inversión desequilibra la relación entre inversión y ahorro, lo que implica que la demanda agregada sea inferior a la oferta agregada. La contracción de la demanda agregada reduce las presiones inflacionarias (∇P) pero también contrae la tasa de crecimiento del producto (∇Y) y del empleo (∇N).

De manera esquemática se tendría que el canal de la tasa de interés opera de la siguiente manera (León, 2012):

$$\Delta i \rightarrow \nabla M_d = \nabla M_s \rightarrow \nabla I, \nabla C \rightarrow I < S \therefore DA < OA \rightarrow \nabla P, \nabla \mathrm{Y}, \nabla \mathrm{N}$$

El esquema anterior se limita a explicar los efectos de una política monetaria restrictiva en el entorno de una economía cerrada, es decir, se consideran solamente los impactos que el endurecimiento de la política monetaria tiene sobre el gasto interno.

Los impactos que tiene una política monetaria restrictiva sobre el sector externo, se pueden apreciar a través del canal de transmisión del tipo de cambio, el cual establece el vínculo que, desde la perspectiva de este paradigma monetario, mantiene la paridad cambiaria y la tasa de interés de política. Previamente se ha indicado que el esquema de metas inflación asume un régimen cambiario de libre flotación y el cumplimiento de la condición de paridad descubierta de tasas de interés. Bajo este orden de ideas, el tipo de cambio es una función de la tasa de interés, por lo que ambas variables se encontrarían estrechamente vinculadas a través de las acciones de política monetaria. Si además se considera que nuestro país compite con otras economías emergentes para atraer flujos de capital, entonces las autoridades monetarias procurarán una tasa de interés doméstica (i) que sea mayor

a la tasa de interés foránea (i^*), pero que además permita cubrir la variación cambiaria ($\frac{\Delta E}{E}$) y una prima por riesgo país (i_r).

Desde esta perspectiva, para que los activos financieros internos (Cetes, Bondes, Udibonos) resulten atractivos a la inversión extranjera de cartera, deberán brindar un rendimiento que supere al que se obtiene en la adquisición de activos financieros externos (bonos del Tesoro de los Estados Unidos, por ejemplo). Así, dadas una tasa de interés externa y una prima por riesgo país, un aumento de la tasa de interés interna como resultado de una política monetaria restrictiva, genera una ampliación del margen entre el rendimiento obtenido en carteras de inversión con activos financieros domésticos, y el rendimiento de activos financieros extranjeros. Como consecuencia de ello, los agentes económicos modifican la composición de sus portafolios en favor de activos financieros internos.

Las acciones descritas anteriormente implican afectaciones en el mercado cambiario que se traducen en una caída en la demanda de dólares y un incremento en la demanda de pesos. Además, la mayor captación de ahorro externo se reflejará en un aumento de la inversión extranjera (ΔE), lo que a su vez genera que la oferta de dólares supere la demanda de dicha moneda ($q_s > q_d$), que aumenten las reservas internacionales (ΔAI) y que el tipo de cambio se aprecie (∇E). Desde la visión de este enfoque monetario que acepta el cumplimiento de la paridad del poder de compra, la apreciación cambiaria tiene un papel relevante en el control y estabilidad de los precios, al ser éstos una función de las variaciones en el tipo de cambio, dado un nivel de precios externo ($\nabla P = \nabla E P^*$).

Esquemáticamente, una primera forma en la que se manifiesta el mecanismo de transmisión del canal del tipo de cambio, a través de afectar mercados financieros para alcanzar la estabilidad de precios, se expresaría de la siguiente manera (León, 2012):

$$\Delta i \rightarrow i > \left(i^* + \frac{\Delta E}{E} + i_r\right) \rightarrow (q_s > q_d) \rightarrow \Delta IE \rightarrow \nabla E \rightarrow \nabla P$$

La explicación previa debe complementarse con los efectos que la apreciación cambiaria provoca sobre la balanza comercial, el nivel del producto y la generación de empleos. Así, la apreciación cambiaria (∇E) implica también una apreciación del tipo de cambio real (∇R) que deteriora el saldo de la balanza comercial (XN) al hacer más baratas las importaciones (ΔM) y restarle competitividad a las exportaciones (∇X). A través de este canal se presenta también una contracción de la demanda agregada, lo que implica para la banca central una menor presión sobre los precios, pero para el resto de la sociedad se traduce en una reducción del ingreso y del empleo.

De manera esquemática, el mecanismo de transmisión del tipo de cambio, a través del impacto que tiene sobre el saldo de la balanza comercial, se expresaría de la siguiente manera (León, 2012):

$$\nabla E \rightarrow \nabla R \rightarrow \Delta M, \nabla X \rightarrow \nabla XN \therefore DA < OA \rightarrow \nabla P, \nabla Y, \nabla N$$

De las explicaciones previas se deduce que las variaciones en la tasa de fondeo bancario, en conjunto con la apreciación del tipo de cambio real, modifican los precios relativos tanto en los mercados financieros como en el sector real de la economía. De esta manera la tasa de interés de política y el tipo de cambio se convierten en instrumentos claves para que la autoridad monetaria alcance su mandato de estabilidad de precios. En un primer momento, los ajustes en la tasa de interés de política impactan a los mercados financieros a través de la modificación de la estructura de tasas de interés de corto y de largo plazo, lo que en conjunto con la variación del tipo de cambio genera un mecanismo de transmisión hacia el sector real de la economía que impacta de manera negativa en el mercado interno.

Bajo el contexto de una política monetaria restrictiva, necesaria para alcanzar la estabilidad de precios, se promueve el uso de altas tasas de interés domésticas que favorecen un tipo de cambio sobrevaluado y la acumulación de reservas internacionales por parte de Banco de México. Como ya se ha indicado, el alcance de la estabilidad de precios —que dicho sea de paso, equivale a estabilidad macroeconómica en este paradigma monetario— genera efectos recesivos en la economía, al afectar de forma negativa la inversión productiva y estimular la demanda importadora, situaciones que contravienen la generación de empleos y el crecimiento económico basado en el mercado interno. Así, la evidencia empírica ha demostrado que la práctica sistematizada de esta estrategia de política monetaria a lo largo de las últimas décadas ha tenido efectos permanentes en el desempeño de las variables reales.

A este respecto se pueden citar diversas investigaciones que dan cuenta de los efectos que el esquema de metas de inflación ha tenido sobre el comportamiento de indicadores reales. En Rochon y Rossi (2006) los autores estudian los impactos de este paradigma en la distribución del ingreso, con particular énfasis en la participación de los salarios dentro de la renta nacional. Para ellos, la adopción de metas inflacionarias reduce la tasa de crecimiento de largo plazo como resultado del llamado *índice de sacrificio*, el cual se concibe como el incremento acumulado en la tasa anual de desempleo que se debe al esfuerzo deflacionario dividido entre la reducción total de la tasa de inflación. Tras estudiar el comportamiento del índice de sacrificio entre un grupo de países con metas de inflación objetivo, los autores

concluyen que estos ratios suelen ser mayores tras la adopción del esquema monetario. Ello se debe a que la distribución del ingreso empeora en detrimento de la clase asalariada, pues este esquema monetario promueve la contracción de la demanda efectiva con los consabidos efectos negativos que ello tiene en el crecimiento del producto y la generación de empleo.

Epstein y Yeldan (2009) vinculan la tendencia decreciente de la tasa de inflación observada en los últimos veinte años en varios países, con el decrecimiento del coeficiente de inversión que también ha aparecido de manera extensiva en este periodo. En este estudio, los autores comparan el desempeño macroeconómico de 20 naciones durante los cinco años previos al establecimiento de un régimen de metas de inflación, en contraste con la evolución que posteriormente tuvieron. Los resultados revelaron que en todos los países, las tasas de desempleo aumentaron y los tipos de cambio se apreciaron, tras la puesta en marcha del régimen monetario. Para los autores, la desregulación y apertura de los mercados financieros condiciona duramente la política de la banca central, y la obliga a mantener tipos de cambio nominales estables y a ofrecer rendimientos atractivos para la inversión de cartera, en perjuicio de la inversión productiva y por lo tanto, de la generación de empleos.

Ludlow y León (2008) realizan un estudio econométrico para la economía mexicana en el que analizan la relación que se establece entre la cantidad de dinero y el nivel de precios durante el periodo 1986-2005. Los autores estudian los efectos de las variaciones monetarias en la producción y en la tasa de desempleo con la finalidad de evaluar si la política monetaria implementada por el Banco de México tenía efectos transitorios o permanentes en el sistema económico. Sus resultados indican que la política monetaria en México tiene efectos tanto transitorios como permanentes en las variables producción y empleo. Para el caso de la tasa de desempleo se demostró que un choque monetario, contrario a lo que postula la visión convencional, tiene efectos permanentes en el nivel de desempleo de largo plazo de 5.02%. En este sentido, los autores subrayan que el choque monetario disminuye el desempleo y que la mayor parte del ajuste ocurre en el primer año.

Por último, en Mántey (2012), la autora investiga los determinantes de la inflación y la tasa de interés que regula la banca central para tres grupos de países con características estructurales distintas. El estudio arroja que la inflación se explica primordialmente por ampliaciones del margen de utilidad, vinculadas al financiamiento de la inversión fija de las empresas. La investigación también revela que los bancos centrales no se comportan de acuerdo con una regla de Taylor y que los elementos fundamentales en la conducción de la política monetaria son las tasas de interés externas y las

evaluaciones riesgo-país. De acuerdo con la autora, estos elementos permiten explicar que el abatimiento de la inflación esté aparejado con una reducción del coeficiente de inversión y una contracción del crecimiento económico. Ello ha derivado en una redistribución del ingreso en contra de la clase trabajadora y en beneficio de los rentistas, así como en una disminución de la rentabilidad de las entidades no financieras y un aumento del mismo indicador para las empresas financieras.

A manera de conclusión para este apartado, se puede decir que el esquema actual de inflación objetivo que persigue Banco de México utiliza dos instrumentos de política monetaria: la tasa de interés de corto plazo y el tipo de cambio. La primera de estas variables se concibe como el ancla nominal oficial del régimen monetario, en torno a la cual se gestan las expectativas de los agentes económicos; mientras que el tipo de cambio sigue siendo un factor muy importante para explicar la inflación, pese a que Banco de México declare que tras el establecimiento del régimen cambiario de libre flotación, la paridad cambiaria dejó de funcionar como instrumento de política que coordinaba las expectativas de inflación alrededor de los objetivos de la autoridad monetaria (Banco de México, 2017a). En la siguiente sección se analizan las razones que han conducido a que la política cambiaria se supedite al mandato de la política monetaria, particularmente en las economías emergentes.

Las razones de la intervención esterilizada en el mercado de cambios

Previamente se ha señalado que los esquemas de inflación objetivo suponen regímenes cambiarios de libre flotación y que los flujos internacionales de capital son altamente elásticos a los diferenciales de rendimiento de los activos financieros domésticos y foráneos, es decir, se cumple la condición de paridad descubierta de la tasa de interés. Recientemente, la investigación económica ha mostrado evidencia que pone en entredicho tanto la flexibilidad cambiaria como la validez de la paridad de tasas de interés (Flood y Rose, 2001; Hodrick, 1989; Lewis, 1995; Froot y Thaler, 1990; De Grawe y Grimaldi, 2005; Reinhart y Rogoff, 2004).

No es el objetivo de esta sección detallar los resultados de dichas investigaciones, sino puntualizar en el hecho de que estos hallazgos invalidan los supuestos que sustentan los nuevos modelos de política monetaria, y abren la posibilidad de que el banco central use dos instrumentos de política (*i.e.* tasa de interés y tipo de cambio) en lugar de uno solo. La evidencia empírica ha demostrado que en los países en desarrollo que padecen inflación es-

tructural y que persiguen metas de inflación, la intervención esterilizada se ha convertido en el principal instrumento de la política monetaria (Mántey, 2009).

Dicha práctica se justifica porque la tasa cambiaria influye fuertemente en la demanda agregada. Los efectos desestabilizadores del tipo de cambio en las economías emergentes son resultado de la estrechez de sus mercados financieros; del alto grado de incertidumbre y de la información asimétrica que en éstos prevalece; del traspaso del tipo de cambio a la inflación; y del grado de exposición en moneda internacional (Canales-Kriljenko, 2003). En otras palabras, los países altamente endeudados en moneda extranjera, con desequilibrios significativos en la balanza de pagos, que padecen inflación estructural y que presentan desajustes cambiarios crónicos o tienen sectores financieros frágiles, son particularmente vulnerables a los ataques externos. Es por ello que una paridad cambiaria sólida proporciona a los agentes financieros de los mercados emergentes un ancla nominal transparente que no brinda la tasa de interés.

Las investigaciones sobre la política de intervención (Habermeier *et al.*, 2009; Canales-Kriljenko, 2003; Archer, 2005; Neely, 2000) señalan que los bancos centrales intervienen en el mercado de divisas para:

- Evitar bruscas fluctuaciones que deterioren la competitividad con el sector externo.
- Controlar la estabilidad de precios, en particular en países que experimentan un gran traspaso del tipo de cambio a la inflación.
- Acumular reservas internacionales con la finalidad de conservar su estabilidad financiera, especialmente si se tiene una alta exposición en moneda extranjera.

Cada uno de estos motivos define las estrategias, instrumentos y mecanismos con los cuales un banco central interviene. Ello reflejará el grado de desarrollo económico del país, el grado de evolución e integración que tienen sus mercados financieros y la vulnerabilidad del mercado cambiario doméstico ante choques externos (Moreno, 2005; Mohanty y Turner, 2005; Archer, 2005).

Los estudios e informes de importantes organismos financieros internacionales (FMI, 1999, 2003; BIS, 2005) destacan que los bancos centrales de las economías desarrolladas intervienen en los mercados de divisas, principalmente para aminorar los efectos potencialmente adversos que la volatilidad cambiaria tiene sobre los precios de sus bienes exportables; en tanto que los países subdesarrollados concurren porque temen a las conse-

cuencias macroeconómicas que se generan a partir de una depreciación cambiaria.

De esta manera, la intervención esterilizada en los mercados cambiarios se reconoce y justifica como una práctica cotidiana en las economías emergentes que propicia condiciones de estabilidad en el nivel de precios interno. Así, se ha detectado que poco más de la mitad de los países que el Fondo Monetario Internacional (FMI) cataloga como flotadores, en realidad mantienen algún grado de anclaje cambiario, ya sea bajo la forma de tipos de cambio fijos, bandas estrechas de flotación o fijaciones reptantes (Reinhart y Rogoff, 2004).

Con base en los argumentos previos, se puede decir que para las naciones en desarrollo es de vital importancia evitar bruscas fluctuaciones del tipo de cambio por las siguientes razones:

1) Porque mantienen relaciones comerciales desiguales con el exterior.
2) Porque padecen el traspaso del tipo de cambio a la inflación.
3) Por las condiciones de debilidad monetaria que los hacen susceptibles a ataques especulativos.

En las siguientes secciones se analiza con detalle estas razones que motivan a la banca central a conservar un anclaje cambiario.

La existencia de un comercio desigual

Los postulados en los que se basan las teorías del libre comercio postulan que la especialización en cierta actividad económica —así como las ventajas comparativas que de ella se derivan— propician un intercambio comercial más eficiente entre las naciones. Este paradigma justificó una división internacional del trabajo en la que un grupo de países se especializó en elaborar productos básicos y otros más, bienes de capital. Se partía de la premisa que el fruto del progreso técnico se repartiría de manera equitativa entre la colectividad mundial, ya fuera a través de la reducción de precios o bien por medio de un aumento en los ingresos. Bajo esta visión no se justifica que los países productores de bienes básicos se especialicen en otra actividad económica, pues su menor eficiencia les haría perder las ventajas clásicas del intercambio (Prebisch, 1949).

Para complementar el argumento previo, las teorías convencionales sobre el tipo de cambio señalan que cualquier desequilibrio comercial con el exterior se corregirá a través de variaciones en el precio de la moneda extranjera, gracias al cumplimiento de la condición Marshall-Lerner. Este principio establece que una depreciación cambiaria mejora el saldo de la ba-

lanza comercial, siempre y cuando la suma de las elasticidades de la demanda de exportaciones e importaciones supere la unidad.

En contraposición a los postulados convencionales anteriormente descritos, se encuentra la escuela estructuralista latinoamericana, cuyo análisis de las relaciones centro-periferia ha servido para explicar la naturaleza desigual del comercio internacional. Bajo esta visión, el origen de este problema se remonta a la revolución industrial que permitió incrementar la productividad de los factores de manera drástica. Sin embargo, la difusión del progreso tecnológico fue diferente para cada grupo de países.

Las naciones del centro internalizaron la nueva tecnología al desarrollar un sector industrial de bienes de capital y extendieron estos adelantos a otros sectores de la economía. La periferia, en cambio, enfrentó importantes barreras oligopólicas a la transferencia de tecnología, y los escasos avances técnicos a los que se tuvo acceso se utilizaron primordialmente en el sector primario, productor de bienes para la exportación (Prebisch, 1949). Todo ello dificultó la difusión de los adelantos productivos a otros ámbitos de la economía.

Como consecuencia de ello, se generó en los países de la periferia una estructura productiva *dual* (al existir una brecha productiva entre el sector exportador y el de abastecimiento interno), y *desarticulada* (al tener que importar la tecnología avanzada del centro). El carácter dual y desarticulado del aparato productivo de las economías subdesarrolladas cambia drásticamente la lógica de la condición Marshall-Lerner. Por una parte, la rigidez de la estructura económica impide incrementar la producción exportadora, pese a que la devaluación del tipo de cambio debería favorecer tal actividad. Por otro lado, la desarticulación del aparato productivo genera una demanda de insumos y bienes de capital importados que es poco sensible a variaciones en el precio, por lo que una depreciación del tipo de cambio no reducirá las importaciones, tal como lo postula la condición Marshall-Lerner.

En conclusión, las autoridades monetarias de las economías emergentes están incentivadas a mantener un tipo de cambio estable debido a su estructura productiva desarticulada y rígida, que genera una demanda de importaciones y una oferta exportadora poco sensibles a variaciones en el tipo de cambio. A partir de esto, los efectos estabilizadores de la devaluación cambiaria que describen las teorías convencionales, no ocurrirán. En las economías emergentes, por el contrario, la devaluación cambiaria puede profundizar el deterioro de las cuentas con el sector externo. Además, al ser el tipo de cambio una variable trascendente en la actividad económica y en la determinación de los precios internos —como se analizará a continuación— los agentes económicos pueden interpretar la devaluación como un anticipo de un proceso inflacionario.

El traspaso del tipo de cambio hacia la inflación

Estrechamente vinculado al problema de la asimetría en las relaciones comerciales entre los países desarrollados y subdesarrollados, se encuentra el tema de la inflación estructural. El traspaso del tipo de cambio a la inflación fue también objeto de estudio clave de la escuela estructuralista. Raúl Prebisch, al estudiar las principales limitantes del proceso de industrialización del continente, sentó las bases de análisis que Juan Noyola, Aníbal Pinto y otros más retomaron para explicar los procesos inflacionarios en los países en desarrollo.

La escuela estructuralista hace especial énfasis en destacar a la inflación como un fenómeno de la economía real. Así, Juan Noyola (1956) establece que "la inflación no es un fenómeno monetario; es el resultado de desequilibrios de carácter real que se manifiestan en forma de aumentos del nivel general de precios. Este carácter real del proceso inflacionario es mucho más perceptible en los países subdesarrollados". Noyola retoma el análisis de Kalecki del grado de monopolio y lo incorpora a las aportaciones de Henri Aujac, quien estudió la manera en que las diversas capas sociales negocian su participación en la distribución del ingreso.

Para los autores estructuralistas, la inflación refleja las rigideces estructurales del sistema productivo y la pugna entre los diferentes sectores sociales por la distribución del ingreso nacional. Para este enfoque, la causa principal de la inflación estructural es la incapacidad de ciertos sectores productivos para responder a las variaciones de la demanda debido a la escasa movilidad de los recursos productivos. Además de las presiones inflacionarias básicas o estructurales (*i.e.* inflexibilidad de la oferta) se distinguen otras dos categorías: las presiones inflacionarias circunstanciales (entre las que se encuentra el aumento en el precio de las importaciones), y las presiones acumulativas (que otros enfoques suelen identificar como la causa que origina la inflación). Estas presiones inflacionarias se manifiestan en un mecanismo de propagación que es resultado de la incapacidad política de la sociedad para resolver la pugna concerniente a la distribución del ingreso (Noyola, 1956; Sunkel, 1958; Pinto, 1968).

El énfasis que el enfoque estructuralista pone en la inflación como un conflicto distributivo, devela dos conclusiones que la visión convencional pasa por alto: a) la inflación intensifica la concentración de la riqueza debido a la incapacidad de la clase trabajadora para negociar una adecuada participación en el ingreso, al existir una abundante mano de obra barata que deprime el nivel de los salarios reales; b) la existencia de estructuras oligopólicas en las economías en desarrollo representa una ventaja para el sector industrial que así opera, pues le permite un ajuste más rápido de los

precios que sectores con condiciones más competitivas no pueden aprovechar. Además, ante un proceso devaluatorio, el poder de mercado de las empresas oligopólicas locales se incrementa al elevarse el costo relativo de los competidores foráneos, lo que induce a elevar el margen de utilidades sobre costos.

La devaluación cambiaria, bajo las condiciones estructurales que definen al sistema productivo de los países periféricos, desencadena el traspaso magnificado del tipo de cambio hacia la inflación, básicamente por las siguientes razones (Mántey, 2009):

a) Debido a que los bienes de capital, la tecnología y los insumos productivos se importan, la devaluación cambiaria incrementa la cantidad de los fondos internos necesarios para financiar la inversión planeada y la producción corriente.
b) El poder de mercado de las empresas oligopólicas locales permite incrementar el margen de rentabilidad sobre costos.
c) El previsible efecto inflacionario de la devaluación induce a la autoridad monetaria a elevar la tasa de interés.

En resumen, la visión estructuralista hace énfasis en las rigideces estructurales del sistema productivo como causa fundamental de los procesos inflacionarios que se traducen en un conflicto distributivo. Así, la existencia de la inflación estructural da pie al anclaje cambiario de las economías emergentes, pues éste proporciona una clara señal en la formación de expectativas que favorece una estabilidad en el nivel de precios interno, dado el traspaso del tipo de cambio hacia la inflación.

Cabe agregar en este punto que la estrategia monetaria de anclaje cambiario será efectiva sólo hasta el punto en que la economía choque de frente con sus limitantes estructurales, las cuales irremediablemente se reflejarán en desequilibrios con el sector externo y en una reversión violenta de los flujos de capital, dejando al descubierto la vulnerabilidad monetaria de las economías emergentes. Es así que la existencia de una moneda débil y el entorno de fragilidad que genera, se convierten en un motivo adicional para que la banca central procure una estabilidad cambiaria, tal como se analiza a continuación.

La debilidad monetaria de las economías en desarrollo

La debilidad monetaria de los países emergentes está relacionada con el desarrollo de sus fuerzas productivas, la deficiente estructura financiera y el escaso poder político de los países en desarrollo dentro de la comunidad

global. Así, la fragilidad de sus monedas afecta de forma importante las decisiones de inversión de los agentes domésticos porque convierte a la especulación con moneda extranjera en un redituable sustituto de la inversión productiva.

Los sistemas financieros de los países en desarrollo centran su actividad en la banca comercial que únicamente provee financiamiento de muy corto plazo. En las economías emergentes, el proceso de transformación de plazos no se cumple, ya que no existen instituciones o intermediarios que realicen la labor de fondeo de la inversión, esto es, el ahorro líquido no se recolecta a través de la emisión de instrumentos financieros de mediano o largo plazo (Gurley y Shaw, 1955; Studart, 2005). De esta manera, el sistema económico se hace inestable y proclive a la especulación con moneda extranjera, particularmente si el comercio exterior manifiesta un déficit estructural que anticipa una devaluación. Este es el caso de México, cuyos auges crediticios han estado asociados a déficit de la balanza comercial y a crisis cambiarias.

Además de la estrechez de sus sistemas financieros, estas economías encaran los retos que impone la globalización financiera. Las innovaciones tecnológicas, la desregulación y la apertura de los mercados de capitales, han traído como consecuencia una reducción en los costos de transferencias electrónicas, y un aumento en la volatilidad de las tasas de interés y de los tipos de cambio, lo que genera oportunidades para inversiones financieras de corto plazo con altos rendimientos. Diversas investigaciones (Castaingts, 2004; Toporowski, 2005) señalan que en las economías emergentes, las decisiones de inversión real consideran, además de la rentabilidad de los proyectos y la tasa de interés doméstica, los rendimientos esperados que proporcionan los activos financieros denominados en moneda extranjera. Esto deprime el ritmo de crecimiento de la inversión productiva en países con moneda débil, especialmente si se permite la libre asignación del crédito, pues la canalización de los recursos financieros disponibles para la inversión productiva se obstaculiza cuando hay inversiones especulativas que brindan mayores rendimientos que el capital real.

Las devaluaciones del tipo de cambio en las naciones en vías de desarrollo repercuten directamente en un aumento del tipo de interés, debido a que se tienen mayores expectativas de inflación. La volatilidad de la tasa de réditos en estos países afecta el valor de los títulos gubernamentales y convierte a los depósitos en moneda extranjera en el activo financiero más seguro para el inversionista, especialmente si se vislumbra una devaluación de la moneda.

La depreciación del tipo de cambio en las economías subdesarrolladas tiene impactos negativos sustanciales sobre el valor de mercado de las em-

presas debido a que: *a*) ocasiona una disminución en la corriente esperada de utilidades debido al fuerte impacto recesivo que la devaluación provoca dada la dependencia de insumos importados; *b*) el incremento en la tasa de interés que permita contener la fuga de capitales impacta a la tasa de descuento que se aplica en la evaluación de los proyectos, lo que eleva el costo de reposición de los activos, frenando así la inversión neta de los países en desarrollo.

En conclusión, el impacto que tiene la devaluación sobre las decisiones de inversión de las economías emergentes se convierte en un incentivo adicional para que la autoridad monetaria mantenga un anclaje cambiario. De no hacerlo, se estaría permitiendo que la tasa de variación del tipo de cambio compitiera en términos de rentabilidad, con la tasa de inversión productiva. La devaluación cambiaria terminaría por deteriorar el valor de mercado de las empresas al reducirse el margen de utilidades esperadas y al incrementarse los costos de reposición de la inversión.

En línea con los argumentos anteriormente expuestos, los bancos centrales de economías subdesarrolladas participan en los mercados cambiarios fundamentalmente por dos razones: *a*) para mantener la estabilidad de precios, dados sus problemas de inflación estructural; *b*) para preservar su estabilidad financiera, dado su alto nivel de endeudamiento externo.

En su afán de mantener estable al tipo de cambio, la banca central debe lidiar con la volatilidad de los flujos internacionales de capital que son fundamentales en la estrategia de intervención esterilizada como mecanismo para arribar a la estabilidad de precios. Desafortunadamente, la experiencia ha demostrado que la conducción de la política monetaria a través de esta estrategia genera riesgos sistémicos que se traducen en un menor crecimiento económico; impone costos fiscales[1] que contribuyen al deterioro de las finanzas públicas y obstaculiza la aplicación de políticas contracíclicas, amén de que expone a las economías a una reversión brusca de los flujos de capital de corto plazo.

Propuestas de política macroeconómica en condiciones de inflación estructural

Dado que las causas que originan la inflación en las economías emergentes son esencialmente de tipo estructural, resulta fundamental plantear el di-

[1] Debe destacarse que la intervención compradora de la banca central en el mercado de cambios, ante un exceso de oferta de divisas, se encuentra limitada, en principio, por el costo financiero de los valores gubernamentales necesarios para esterilizar las operaciones del mercado cambiario.

seño de una política monetaria que combata la inflación de manera coordinada con un conjunto de políticas y programas que fomenten el desarrollo industrial, la creación de infraestructura, la innovación tecnológica, la investigación científica y la educación. Estos elementos pueden permitir, en el mediano y largo plazo, superar el rezago tecnológico y otras deficiencias estructurales propias de los países en desarrollo. Ello conlleva modificaciones que abarcan diferentes aspectos.

En el ámbito financiero, esta estrategia implicaría una reorientación de la política crediticia con instrumentos diferentes a los que actualmente emplea la banca central. Diversas investigaciones (Singh y Weiss, 1998; Levy, 2005; Ortiz, 2009) han evidenciado que el uso de instrumentos basados en mecanismo de mercado, dentro de un contexto de estructuras de mercado imperfectas y con apertura de su cuenta de capital, ha generado conductas rentistas de los bancos e inversionistas institucionales, en detrimento de la acumulación de capital productivo. En este sentido, deben buscarse instrumentos de política crediticia que conduzcan los recursos financieros hacia actividades prioritarias, particularmente en apoyo del desarrollo industrial, en las cantidades y términos convenientes.

La asignación selectiva del crédito bancario a tasas preferenciales con garantías y apoyo gubernamental, y condicionado al cumplimiento de objetivos y metas de un programa de desarrollo industrial; por ejemplo, puede ser uno de los instrumentos que apoyen esta nueva política crediticia. Los argumentos a favor del uso de esta medida destacan que ha probado ser un instrumento eficaz para que la iniciativa privada coopere en la estabilidad de precios, al evitar que, ante una devaluación cambiaria, los agentes con poder de mercado se financien incrementando sus márgenes sobre costos. Además, de acuerdo con la experiencia del sudeste asiático (Studart, 2005; Stiglitz y Uy, 1996), la garantía gubernamental brinda seguridad a los intermediarios financieros y propicia un ambiente de estabilidad que permite la maduración de los proyectos productivos, al tiempo que expande la inversión fija y el ahorro interno, y mejora la posición de la balanza comercial (Mántey, 2009), especialmente si el crédito selectivo se dirige a impulsar empresas industriales con actividad exportadora y encadenamientos internos.

Otra forma en la que el sector público puede generar externalidades positivas que eviten que el conflicto distributivo se resuelva a través de la inflación estructural, es llevando a cabo inversión en infraestructura que reduzca los costos de exportación y que conecte al interior del país con los diversos centros productivos. Asimismo, la renovación de las políticas financieras debe contemplar la inversión en activos intangibles —especialmente en educación, capacitación, desarrollo en ciencia y tecnología— que permita

una transición favorable a una economía basada en el conocimiento y la innovación.

El argumento previo conduce a abordar los cambios que esta propuesta conllevaría en el sector educativo y de inversión en capital humano. La revolución del conocimiento ha creado oportunidades masivas para que los países que decidan invertir en él, incrementen su competitividad internacional y alcancen un importante crecimiento económico. El desarrollo de las tecnologías de la información y comunicación, así como de procesos productivos que incorporen los avances de la ciencia y la tecnología, conllevan importantes beneficios para las economías en desarrollo, pues las industrias de mayor crecimiento económico son precisamente las que están basadas en el conocimiento (nanotecnología, robótica, ingeniería genética, etcétera). De no responder oportunamente al llamado que la revolución del conocimiento hace, las economías emergentes corren el riesgo de aumentar aún más la brecha que las separa de las naciones industrializadas (Kuznetsov y Dahlman, 2008). Si la administración pública destina mayores recursos a estos sectores claves, se promoverá una competitividad basada en elementos de la economía real.

La determinación y cumplimiento de objetivos reales para la banca central es otro reto que impondría una política macroeconómica que abata la inflación estructural. Es bien sabido que los esquemas de metas de inflación en los países en desarrollo establecen un objetivo primordial de estabilidad de precios y excluyen otras metas importantes como la generación de empleo, el aumento de la inversión o la tasa de crecimiento económico, con el argumento de que la única variable macroeconómica que la banca central puede controlar a largo plazo es la tasa de inflación y que una estabilidad de precios es condición indispensable para lograr otras metas económicas (Mishkin y Schmidt-Hebbel, 2001). El alcance de la estabilidad de precios no debería oponerse al uso de políticas contracíclicas y redistributivas que atemperen las fluctuaciones de la actividad económica.

Bajo un enfoque alternativo de política macroeconómica que combata las causas estructurales de la inflación se debe plantear como objetivo el desempeño de variables reales (empleo, crecimiento económico, tasa de inversión) que contribuyan de manera directa al bienestar económico de la mayoría de los residentes de un país. La determinación del objetivo real deberá ir acompañada de la selección de un conjunto de instrumentos que permitan alcanzar la meta. Además, deberán reconocerse las variables económicas —tasa de inflación, tipo de cambio, saldo con el exterior— que serán enfrentadas como limitantes (Epstein, 2003).

De acuerdo con los partidarios de políticas macroeconómicas basadas en objetivos reales (Epstein y Yeldan, 2008; Pollin *et al.*, 2006), una política

monetaria de este tipo tiene las siguientes ventajas: *a)* utiliza variables económicas que se encuentran estrechamente relacionadas con el bienestar social; *b)* el banco central encaminará esfuerzos para diseñar nuevos instrumentos de política monetaria o utilizará otros que fueron tradicionales en décadas pasadas; *c)* permite adaptar los objetivos de política monetaria a las necesidades propias de cada país.

Sin duda el reto más importante que impone este enfoque es el de romper el paradigma ortodoxo sobre la forma en que debe operar la banca central. El marco teórico en el que se sustenta el esquema de metas de inflación asume a la tasa de interés como el único instrumento de la política monetaria. En contraparte, en un esquema de objetivo real, el banco central necesitaría usar diversos instrumentos de política monetaria —algunos de los cuales se consideran tabú en el esquema ortodoxo—, pues una única herramienta será insuficiente tanto para alcanzar la meta real, como para cumplir con la restricción a la que se encuentre sujeta. Así, el cumplimiento del objetivo real seguramente implicará que la banca central redescubra y modernice antiguos instrumentos de política monetaria.

Entre las herramientas de política necesarias para impulsar el alcance de objetivos reales se encuentran: el otorgamiento selectivo de créditos; la promoción de la banca de desarrollo; regulaciones cuantitativas a las instituciones financieras; cumplimiento de normas en la asignación de créditos directos; requerimientos de reservas basados en activos; financiamiento directo a instituciones de crédito que se especialicen en proyectos de inversión altamente generadores de empleo, por mencionar sólo algunas. Cabe destacar, que estas medidas deberán también conjuntarse con otras políticas macroeconómicas (fiscales, industriales, comerciales, de control de capitales) que promuevan un ambiente adecuado para el logro del objetivo real.

El esquema de un objetivo real de la banca central pone también sobre la mesa de discusión el delicado tema de su autonomía de operación, elevado a rango constitucional. Esto ha devenido en una inercia institucional que mantiene aislada a la autoridad monetaria de actores sociales que jugarían un papel clave dentro de un esquema de objetivo real. Dado que la conducción de la política monetaria hacia el alcance de una meta real debe complementarse con un conjunto de políticas cuyo diseño queda bajo la responsabilidad de otras instituciones gubernamentales, es preciso un marco legal e institucional que permita alinear los incentivos de los banqueros centrales con los objetivos de política pública y de otras políticas económicas en favor del bienestar social. Lo anterior conlleva toma de decisiones conjuntas y definición de poderes entre las diferentes instituciones involucradas, que comulguen los diversos intereses económicos que se encuentran

en juego; es decir, el establecimiento de un objetivo real implica un cambio en la cultura tradicional de operación de la banca central, mismo que podría ser el más importante y perdurable resultado de la redefinición del objetivo del instituto emisor (Moser-Boehm, 2005; Frenkel, 2008; Epstein, 2003).

En este sentido, la coordinación de políticas económicas de la banca central con otros organismos gubernamentales se sumaría a la lista de desafíos que la autoridad monetaria ha tenido que sortear en tiempos recientes. Entre estos retos se pueden citar la creación de una banca central supranacional, la transición de las economías planificadas a las economías de mercado, la innovación financiera y la libre movilidad internacional de capitales que diluye sus fronteras de operación e influencia. El espíritu tradicionalmente conservador de la banca central ha obligado a que su respuesta de adaptación ante estos retos no haya sido rápida, amén de haber ocurrido a través de procesos de ensayo y error (Padoa-Schioppa, 2004). De lo anterior se desprende que los cambios que la banca central decida implementar, en el caso de aceptar un objetivo complejo que combine el valor del dinero, crecimiento económico y bienestar público, tomarán tiempo y se darán de manera paulatina.

En conclusión, el abatimiento de la inflación en las economías emergentes debe considerar la coordinación de políticas macroeconómicas de ajuste estructural que promuevan el establecimiento de objetivos reales. Ello implica que la autoridad monetaria deberá operar con instrumentos renovados y bajo esquemas legales e institucionales que coordinen sus intereses de política con los de otros agentes e instituciones. Después de todo, el éxito de cualquier política económica debería medirse tomando en consideración la generación de empleos, el crecimiento real y el bienestar de la población que son las metas primarias de cualquier política en el largo plazo.

Bibliografía

Archer, D. (2005), "Foreign exchange market intervention: methods and tactics", *BIS Papers* No. 24, pp. 40-55.

Banco de México (2017a), *Esquema de Objetivos de Inflación*, documento electrónico disponible en <http://www.banxico.org.mx/dyn/politica-monetaria-e-inflacion/material-de-referencia/intermedio/politica-monetaria/%7B5C9B2F38-D20E-8988-479A-922AFEEBB783%7D.pdf>.

Banco de México (2017b), *Efectos de la política monetaria sobre la economía*, documento electrónico disponible en <http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria-e-inflacion/material-de-referencia/intermedio/politica-monetaria/%7BC6564A4C-E7F7-50E8-6056-C9062C9D05CC%7D.pdf>.

Bank for International Settlements (BIS) (2005), "Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications", *BIS Papers*, No. 24, mayo.

Bernanke, B.S. y F. Mishkin (1997), "Inflation targeting: a new framework for monetary policy?", *Working Paper* 5893, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Canales-Kriljenko, J.I. (2003), "Foreign exchange intervention in developing and transition economies: results of a survey", *FMI Working Paper WP/03/95,* Mayo, 59 pp.

Castaingts, J. (2004), "Riesgo, incertidumbre, peligro y confusión. Hacia una teoría del ciclo económico. Una visión etnoeconómica", *Revista Economía. Teoría y Práctica,* núm. 21, diciembre, pp. 3-34.

De Grawe, P. y M. Grimaldi (2005), "Heterogeneity of agents, transaction costs and the exchange rate", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 29, núm. 4, abril, pp. 691-719.

Epstein, G. (2003), "Alternatives to Inflation Targeting Monetary Policy For Stable and Egalitarian Growth: A Brief Research Summary", Political Economy Research Institute (PERI) *Working Paper* Series núm. 62, University of Massachusetts, Amherst, julio.

Epstein, G. y E. Yeldan (2008), "Inflation targeting, employment creation and economic development: assessing the impacts and policy alternatives", *International Review of Applied Economics*, vol. 22, núm. 2, marzo, pp. 131-144

Epstein, G. y E. Yeldan (2009), "Beyond inflation targeting: assessing the impacts and policy alternatives" en G. Epstein y A.E. Yeldan (eds.), *Beyond inflation targeting*, Edward Elgar, Cheltenham, pp. 3-27.

Flood, R. y A. Rose (2001), "Uncovered interest parity in crisis: The interest rate defense in the 1990s", *IMF Working Paper 01/207*, diciembre, 15 pp.

Flood, R. y M. Musa (1994), "Issues concerning nominal anchors for monetary policy", *Working Paper* 4850, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

Fondo Monetario Internacional (FMI) (1999), "Exchange Arrangements and Currency Convertibility: Developments and Issues", *World Economic and Financial Surveys,* Washington.

Frenkel, R. (2008), "Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria" *Revista de la CEPAL*, núm. 96, diciembre.

Froot, K. y R. Thaler (1990), "Anomalies: Foreign Exchange", *Journal of Economic Perspective,* vol. 4, núm. 3, verano, pp. 179-192.

Gurley, J.G. y E.S. Shaw (1955), "Financial aspects of economic development", *The American Economic Review",* vol. 45, septiembre, pp. 515-538.

Habermeier, K., A. Kokenyne, R. Veyrune y H. Anderson (2009) "Revised system for the classification of exchange rate arrangements", *IMF Working Paper* WP/09/211, septiembre.

Hodrick, R. (1989), "Risk, uncertainty and exchange rates", *Journal of Monetary Economics*, vol. 23, núm. 3, mayo, pp. 433-459.

Kuznetsov, Y. y C. Dahlman (2008), *Mexico's Transition to a Knowledge-Based Economy. Challenges and Opportunities,* WBI Development Studies, Washington.

Le Heron, E. y E. Carre (2005), "Credibilidad, confianza e inflación", en G. Mántey y N. Levy (Coord.), *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos,* México, Cámara de Diputados/UNAM/Miguel Ángel Porrúa.

León, J. (2012), "Reflexiones críticas sobre el mecanismo de transmisión de la política monetaria de la política monetaria del Banco de México", en A. Chapoy y P. Rodríguez (coords.), *Tras la crisis, políticas públicas a favor del crecimiento económico,* México, UNAM-Instituto de Investigaciones Económicas.

Levy, N. (2005), "Nuevo comportamiento de los bancos y su efecto en países con mercados financieros débiles: el caso de México", *Problemas del Desarrollo*, vol. 36, núm. 141, abril-junio.

Lewis, K.K. (1995), "Puzzles in international financial markets", en G. Grossman y K. Rogoff (eds), *Handbook of International Economics*, vol. 3, Elsevier, pp. 1913-1971.

Ludlow, J. y J. León (2008), "Efectos de la política monetaria sobre los precios, la producción y el empleo: México, 1986-2005", *Investigación Económica,* vol. LXVII, núm. 266, octubre-diciembre, pp. 95-134.

Mántey, G. (2009), "Intervención esterilizada en el mercado de cambios en un régimen de metas de inflación: la experiencia de México", *Investigación Económica,* vol. LXVIII, número especial, pp. 47-78.

Mántey, G. (2012), "La política de la banca central en la teoría y en la práctica", *Serie estudios y perspectivas*, núm. 137, CEPAL, México,

Mántey, G. y M.C. Mimbrera (2012), "Políticas de banca central para el crecimiento sostenido con estabilidad de precios" en J.L. Calva (coord.), *Políticas macroeconómicas para el desarrollo sostenido,* Análisis estratégico para el desarrollo, vol. 4, México, Juan Pablos Editor-Consejo Nacional de Universitarios.

Mishkin, F.S. y K. Schmidt-Hebbel (2001), "One decade of Inflation Targeting in the world: what do we know and what do we need to know?", *Working Paper* 8397, National Bureau of Economic Research, julio.

Mishkin, F.S. (1996), "The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy", National Bureau of Economic Research, *Working Paper* 5464, Cambridge Massachusetts.

Mohanty, M.S. y P. Turner (2005), "Intervention: what are the domestic consequences?", *BIS Papers,* núm. 24, pp. 56-81.

Moreno, R. (2005), "Motives for Intervention", *BIS Papers,* núm. 24, pp. 4-18.

Moser-Boehm, P. (2005), "Governance aspects of foreign exchange interventions" *BIS Papers,* núm. 24, pp. 19-39

Neely, C.J. (2000), "Are Changes in Foreign Exchange Reserves Well Correlated with Official Intervention?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 82, núm. 5, septiembre-octubre, pp. 17-32.

Noyola, J. (1956), "El desarrollo económico y la inflación en México y otros países latinoamericanos", *Investigación Económica*, vol. XVI, núm. 4, 4º trimestre, pp. 603-616.

Ortiz, L.A. (2009), "El carácter rentista y especulativo de la banca mexicana: restricción crediticia y altos márgenes de ganancia", *Economía Informa,* núm. 361, noviembre-diciembre.

Padoa-Schioppa, T. (1994), *Adapting central banking to changing environment*, Fondo Monetario Internacional, Washington.

Panico, C. y J.C. Moreno-Brid (2015), *El Banco de México y la política monetaria*, documento electrónico disponible en <https://www.researchgate.net/publication/299437294_EL_BANCO_DE_MEXICO_Y_LA_POLITICA_MONETARIA>.

Pérez Caldentey, E. (2015), "La incoherencia de la estabilidad. El caso de los modelos de metas de inflación en economías abiertas y sus consecuencias" en A. Bárcena, A. Prado y M. Abeles (eds.), *Estructura productiva y política macroeconómica. Enfoques heterodoxos desde América Latina,* Comisión Económica para América Latina (CEPAL), Santiago de Chile.

Perrotini, I. (2007), "El nuevo paradigma monetario", *Economía UNAM*, vol. 4, núm. 11, pp. 64-82.

Pinto, A. (1968), "Raíces estructurales de la inflación en América Latina", *Trimestre económico*, vol. XXV, núm. 137, enero-marzo.

Pollin, R., G. Epstein, J. Heintz y L. Ndikumana (2006), *An employment-targeted economic program for South-Africa,* Department of Economics and Political Economy Research Institute (PERI), University of Massachusetts.

Prebisch, R. (1949), "El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas", *Trimestre Económico*, vol. XVI, núm. 3, julio-septiembre.

Reinhart, C. y K. Rogoff (2004), "The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation", *The Quaterly Journal of Economics,* vol. 119, núm. 1, febrero, pp. 1-48.

Rochon, L.P. y S. Rossi (2006), "Inflation targeting, economic performance and income distribution: a monetary macroeconomics analysis", *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. 28, núm.4

Schwartz, M.J. (1998), "Consideraciones sobre la instrumentación práctica de la política monetaria", *Documento de Investigación* núm. 9804, Dirección General de Investigación Económica, Banco de México.

Singh, A. y B. Weiss (1998), "Emerging stock markets, portfolio capital flows and long-term economic growth: micro and macroeconomic perspectives", *World Development*, núm. 26, pp. 607-622.

Stiglitz, J. y M. Uy (1996), "Financial markets, public policy, and the east Asian miracle", *World Bank Research Observer*, vol. 11, núm. 2, pp. 249-276.

Studart, R. (2005), "El Estado, los mercados y el financiamiento del desarrollo", *Revista de la CEPAL*, núm. 85, pp. 19-34.

Sunkel, O. (1958), "La inflación chilena: un enfoque heterodoxo", *El trimestre económico*, vol. XXV, núm. 4, pp. 570-599.

Toporowski, J. (2005), *Theories of Financial Disturbance. An Examination of Critical Theories of Finance from Adam Smith to the Present Day*, Cheltenham, Reino Unido, Edward Elgar.

Hacia una nueva visión distributiva de la política monetaria

Nora C. Ampudia Márquez*

Introducción

La estabilidad del poder adquisitivo del dinero es el objetivo prioritario del Banco de México; y para lograrlo orienta sus políticas al control de la inflación. Con ello se considera que se logrará un mayor crecimiento económico y como resultado una mayor generación de empleos. Sin embargo, esta visión se encuentra sesgada hacia una sola etapa de la formación de precios, la relacionada con el precio en el punto de venta y, por lo tanto, con el poder de compra del consumidor (*pricing*) medido a través del INPC. Este tipo de enfoque subestima o ignora en muchos casos la existencia de una primera etapa: la relacionada con los costos de producción y la determinación del margen de utilidad (*costing*) medida por el índice de precios al productor (INPP), la cual se encuentra directamente relacionada con la distribución factorial del ingreso.

El presente capítulo se enfoca en la primera etapa para determinar cómo puede presentarse un fenómeno de absorción de la inflación que genera un proceso de redistribución factorial del ingreso en contra de los asalariados; y cuyo origen es resultado de la imposibilidad de transmitir el incremento de los costos de producción al precio de venta. Se verá que dicha imposibilidad se debe a la apertura externa, la existencia de cadenas globales de valor, la globalización y la mayor competencia entre las empresas, a lo que se agrega en los últimos años, la política monetaria de metas de inflación.

* Profesora-investigadora de la Universidad Panamericana, Guadalajara.

Antecedentes

Desde los años ochenta del siglo pasado se fue generando un nuevo modelo económico sustentado en el fundamentalismo del mercado: la creencia de la efectividad del mercado en la asignación de los recursos y la generación de condiciones para el crecimiento económico.

En los países desarrollados, la respuesta a la estanflación de los años setenta, se materializó con la llegada al poder de Margaret Thatcher en Gran Bretaña (1979-1990) y Ronald Reagan en Estados Unidos (1981-1989), lo que marcó el inicio de las políticas neoliberales cuyo objetivo principal era el combate a la inflación que supuestamente traería como resultado el crecimiento económico. Para ello era necesario eliminar los controles de precios, disminuir la participación del Estado en la economía, fomentar la actividad privada mediante la reducción de los impuestos directos al capital y su sustitución por impuestos al consumo, enfocarse en el combate a la inflación, asegurar la libertad de comercio e industria, la protección de los derechos de propiedad y el estímulo a la inversión privada y sobre todo a la competencia.

Posteriormente, durante los años noventa, las medidas de política económica fueron sistematizadas en un decálogo denominado "Consenso de Washington" que Williamson (1990) resumió como el compendio de lineamientos de política económica que debían seguir los países latinoamericanos para combatir la inflación, lograr un mayor crecimiento económico y el equilibrio de la balanza de pagos.

Las estrategias a instrumentar, apoyadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y las principales instituciones financieras internacionales, contemplaban medidas relacionadas tanto con el mercado interno como con el externo, y el control de la inflación era la piedra angular, por ello se promovieron fuertemente las medidas que favorecieran el libre comercio, el libre cambio y el libre flujo de capitales.

Los objetivos establecidos para el combate de la inflación eran: la disciplina fiscal, el adelgazamiento del Estado, la privatización de empresas públicas, la reforma tributaria que disminuyera las tasas marginales de impuestos, la reducción del gasto público y su reorientación hacia la generación de capital humano, mejorando el gasto en educación y salud, además de priorizar el gasto en infraestructura básica para favorecer la rentabilidad del capital y el aumento la productividad. Adicionalmente se recomendaba favorecer la entrada de inversión extranjera directa, liberalizar el tipo de cambio y liberar las tasas de interés bancarias, lo que en conjunto permitiría la reducción de los costos de producción y el aumento de la competitividad (Williamson, 1990).

Con base en estos principios se fue generando el modelo de apertura externa e integración económica de las economías que, junto con el cambio tecnológico en medios de transporte y comunicación, fue configurando la tercera fase del proceso de globalización económica[1] (Kury, 2003).

Durante los años noventa, al modelo se le añadió el diseñó de un nuevo enfoque de política monetaria centrado en el combate a la inflación, y se transitó de las metas monetarias a las metas de inflación (MI), renunciando al difícil control de los agregados monetarios y enfocándose en el establecimiento de una tasa de interés objetivo. También se generaliza la idea de eliminar la dominancia fiscal[2] y mantener el tipo de cambio flotante. A este nuevo esquema se le denominó Nuevo Consenso Macroeconómico (NCM) o Nueva Síntesis Neoclásica, y se basó en los siguientes fundamentos: *a*) la administración de las expectativas inflacionarias por parte del banco central (BC); *b*) el establecimiento de metas de inflación; *c*) la transparencia para ganar credibilidad sobre el compromiso del BC con la meta inflacionaria; *d*) la independencia del BC;[3] *e*) el establecimiento de una tasa de interés de referencia o tasa objetivo para modificar el nivel de tasas de interés de corto plazo y, a través de ella, influir en las tasas de interés en el largo plazo; *f*) el mantenimiento de un tipo de cambio flexible con mínima intervención y, desde luego; *g*) la renuncia al control de los agregados monetarios (Woodford, 2003).

Por su parte, la política fiscal se enfocó en reformas tributarias que favorecieran la acumulación de capital y la disciplina fiscal, comenzó a predominar el enfoque de administración del gasto público con criterios de finanzas pri-

[1] Kury (2003), establece que la globalización ha tenido tres etapas: La primera abarca de fines del siglo XIX a la Primera Guerra Mundial (1895-1914), caracterizada por un fuerte crecimiento del comercio internacional, de la inversión extranjera —básicamente financiera— y fuertes movimientos migratorios. El periodo de guerras mundiales detiene este proceso, para iniciar la segunda fase de los años cincuenta a los setenta, cuando inicia la estanflación. En dicho periodo hubo una gran expansión de la inversión extranjera directa y la promoción del neoliberalismo. Finalmente, la tercera fase es la que vivimos actualmente, inicia en los años ochenta y se caracteriza por la aparición de empresas globales, la integración de cadenas globales de valor y, por lo tanto, el auge del comercio internacional intra firma, y la creación de bloques regionales mediante acuerdos de libre comercio, cooperación económica y zonas monetarias. A lo anterior hay que agregar que además del fuerte desarrollo de las telecomunicaciones, la ingeniería financiera y la internacionalización e integración de los mercados financieros, elevan fuertemente los lazos de interdependencia y la competencia internacional por los mercados, la reducción de los costos y la fuerte precarización del mercado laboral.

[2] La dominancia fiscal se presenta cuando la política monetaria queda supeditada a las necesidades de la Tesorería del gobierno en materia de financiamiento, lo que implica que el B se ve obligado a otorgar todo el crédito que el gobierno federal requiera, y, por lo tanto, el BC pierde autonomía y capacidad para controlar la inflación, los precios se incrementan conforme aumenta el déficit fiscal por lo que la política monetaria termina acomodándose a la política fiscal (Lozano y Herrera, 2008).

[3] Entre 1990 y el 2000, 71 bancos centrales ganaron su autonomía (Turrent, 2012).

vadas, al que se le denominó la Nueva Gestión Pública (NGP). El objetivo básico fue la eficiencia y eficacia en el uso de los recursos públicos, la transparencia en el gasto y la aplicación de sistemas de control y evaluación (García, 2007).

Este conjunto de medidas de política económica junto con el proceso de globalización —que incluye la integración de diversos circuitos productivos, financieros, monetarios y de mercancías a nivel internacional— incrementó la competencia e impactó en el proceso de formación y determinación de precios, reduciendo los precios de mercado y con ellos los márgenes de utilidad de las empresas, mismas que intensifican la innovación tecnológica y el desarrollo de nuevos productos en una búsqueda constante por ampliar su mercado o mantener el segmento que ya poseen. Por su parte, los trabajadores enfrentan los costos de la deslocalización de la producción, los efectos negativos que la robótica impone en la generación de nuevos empleos y la competencia con mano de obra barata en otras partes del mundo.

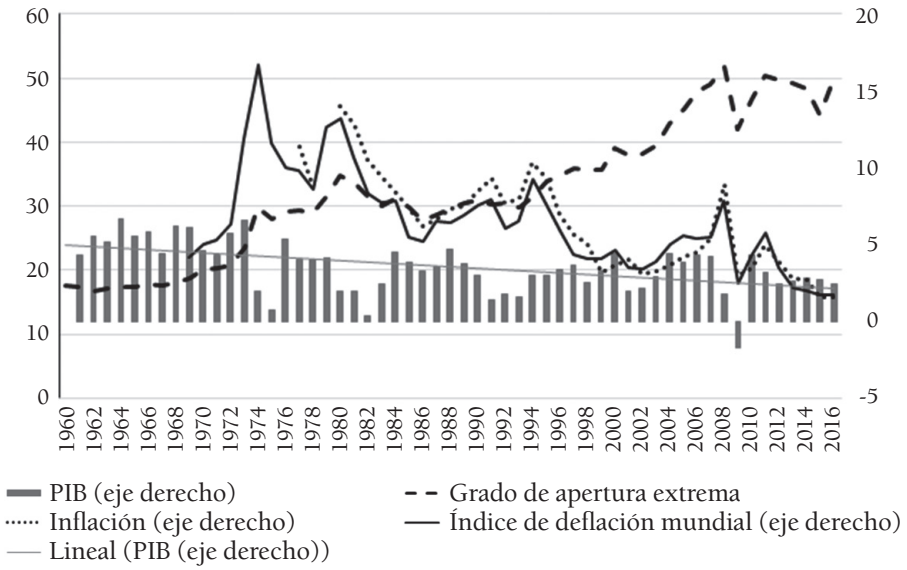
Como puede observarse en la gráfica 1, existe una fuerte tendencia a la desinflación mundial, que se asocia con claridad al proceso de apertura externa, mientras que el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) a nivel mundial presenta menores tasas a las logradas en los años previos a la década de los setenta del siglo pasado.

La desinflación mundial es resultado de la aplicación conjunta de: el modelo neoliberal, el Consenso de Washington, el Nuevo Consenso Macroeconómico, la Nueva Gestión Pública y la eliminación de la dominancia fiscal; elementos que interactuaron como precursores sobre la tercera fase de la globalización que incrementó la competencia a nivel internacional y dentro de cada país, generando un bajo crecimiento económico caracterizado por la precarización del empleo y la concentración del ingreso y la riqueza. Adicionalmente y de forma complementaria, la política monetaria de metas de inflación abona a dichos procesos, pero no es la explicación fundamental de la desinflación.

Hoy día, sólo 28 bancos centrales aplican metas de inflación, pero la totalidad de los bancos en el mundo se enfocan en el combate de la misma y muy pocos incluyen objetivos relacionados con el empleo o el crecimiento económico.

A pesar de un largo periodo de baja inflación, sus estrategias siguen priorizando su combate y hoy, el mundo, se enfrenta a un estancamiento en el crecimiento económico y un proceso desinflacionario, persistente desde la Gran Recesión del 2008, que puede transformarse en una crisis deflacionaria. En 2015 y 2016 la inflación promedio mundial fue de 1.6%, ubicándose por debajo del 2% que prevalece como meta en las principales economías desarrolladas.

GRÁFICA 1
INFLACIÓN Y GRADO DE APERTURA EXTERNA A NIVEL MUNDIAL



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco Mundial, disponible en <https://datos.bancomundial.org/indicador/TG.VAL.TOTL.GD.2s?locations=MX>.

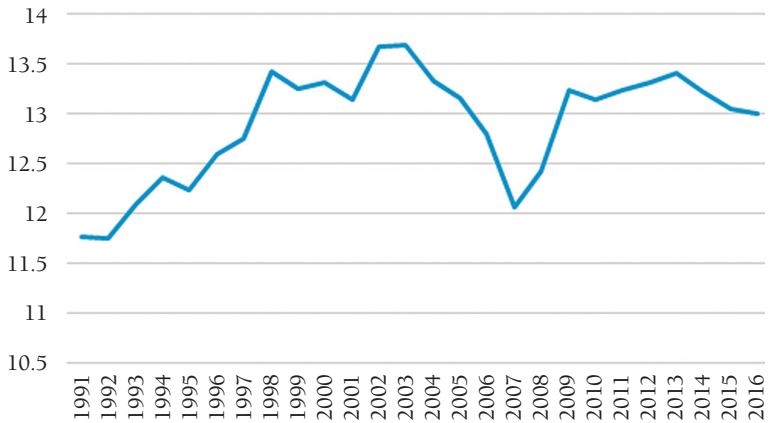
Los resultados son contrarios a lo que la teoría monetaria convencional establece que la baja inflación generará un mayor crecimiento económico, menor desempleo y una mejor distribución del ingreso.

Desde 1991, la tasa promedio de desempleo mundial ha sido del 12.9%, y desde el 2009 muestra una resistencia a romper el límite inferior del 12% (véase gráfica 2); por su parte, la concentración del ingreso y la riqueza de acuerdo con diversos estudios se incrementado de forma persistente.

De acuerdo con OXFAM (2017), ocho hombres en el mundo concentran la misma riqueza que la concentrada por un total de tres mil 600 millones de personas, la mitad más pobre de la humanidad, y "[…] los ingresos de la población más pobre a nivel mundial han aumentado menos de tres dólares al año entre 1988 y 2011, mientras que los del 1% más rico se han incrementado 182 veces más […]" (OXFAM, 2017, pág. 2). El mismo documento establece que en el Informe del Banco Mundial sobre pobreza y prosperidad compartida, la desigualdad es mayor que hace 25 años.

La Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo (OECD) también muestra preocupación sobre el bajo crecimiento no incluyente, el lento crecimiento de los salarios y la persistencia de la alta desigualdad del ingreso, a pesar del descenso del desempleo; México no es la excepción,

GRÁFICA 2
TASA DE DESEMPLEO MUNDIAL



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco Mundial.

en la gráfica 3 se observa que el deterioro del 10% de los hogares más pobres fue significativo ya que el ingreso promedio real cayó un 25.8% entre el 2007 y el 2010, para recuperarse en un 17.2% entre el 2007 y el 2014, mientras que la contracción en el ingreso de la población más rica fue menor. La mediana indica una mayor disparidad (OECD, 2016).

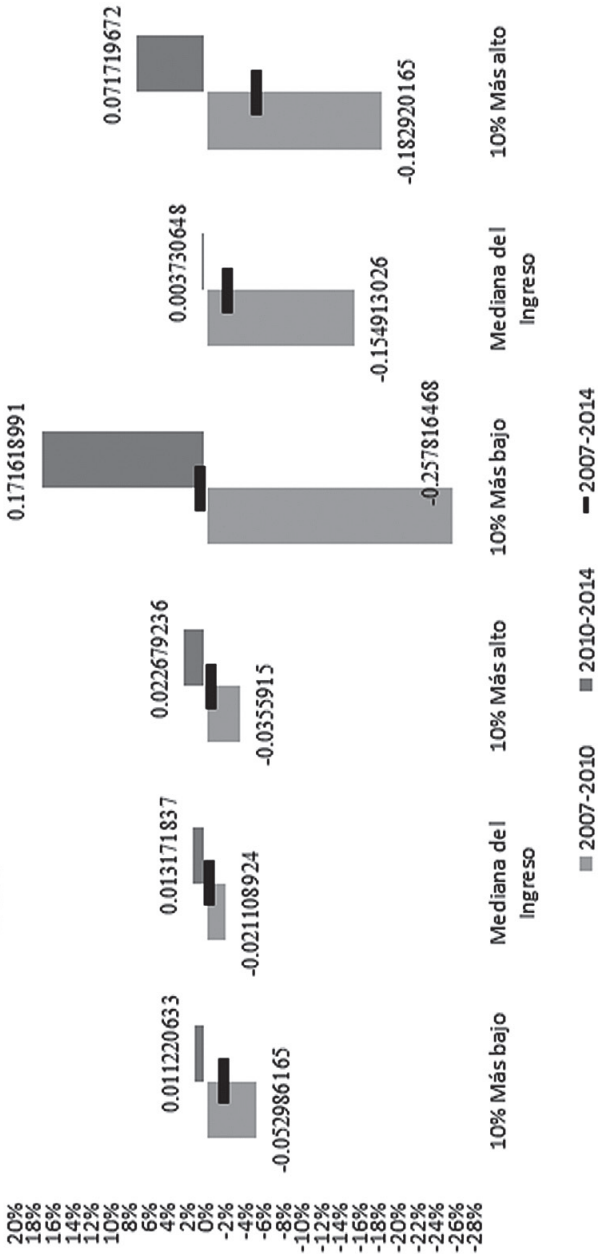
La gráfica 4 indica el lento proceso de recuperación del ingreso salarial real y México es uno de los países que muestra un menor avance y, al igual que en el resto de los países de la OCDE, la calidad de los empleos se ha deteriorado mostrando enormes disparidades en materia de contratos laborales y prestaciones entre los trabajadores menos calificados, afectando negativamente a los hogares más pobres. Los salarios permanecen estancados y los ingresos laborales se recuperan más rápidamente en los hogares más ricos, con respecto a los más pobres.

¿Qué subyace detrás de este proceso de lento crecimiento, incremento en la desigualdad y precarización del mercado laboral? Es lo que se intenta clarificar en los siguientes apartados.

EL CASO DE MÉXICO

En México como en el resto del mundo, la inflación comenzó a decrecer desde mediados de los años ochenta, cuando se inicia un fuerte proceso de reformas estructurales impuestas por el FMI como parte del rescate económico de la crisis de 1982, aunado al convencimiento de la necesidad de una mejor administración de los recursos públicos. Por ello, el gobierno de

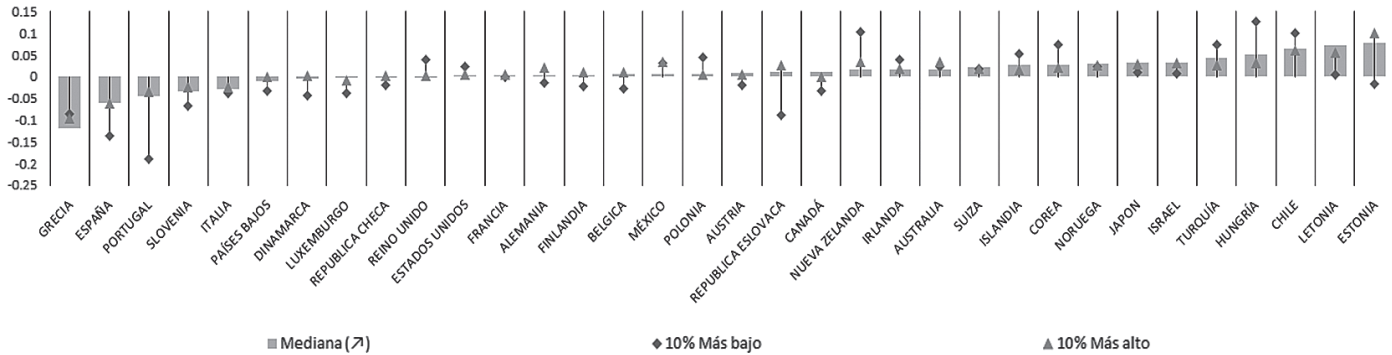
GRÁFICA 3
INGRESO DISPONIBLE DE LOS HOGARES CRECIMIENTO ENTRE 2007 Y 2014



FUENTE: OECD (2016), IDD Database.

GRÁFICA 4

INGRESO SALARIAL REAL POR GRUPO DE INGRESO CRECIMIENTO PROMEDIO 2012-2014



FUENTE: OECD (2016), IDD Database.

Miguel de la Madrid Hurtado inició el proceso de desincorporación de empresas y entidades públicas a partir de 1985 y el proceso de apertura externa con el ingreso al Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT) en 1985 (Turrent, 2012).

Durante el sexenio de Carlos Salinas de Gortari se inició un fuerte proceso de desregulación económica y se firmó el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), a la par de una política de concertación mediante pactos económicos con los sindicatos empresariales y de trabajadores para controlar la dinámica inercial de la inflación, además de continuar con el proceso de desincorporación de empresas públicas.

La desregulación financiera y la desincorporación de empresas públicas alivió la presión sobre el déficit fiscal y contribuyó al objetivo de disminuir la dominancia fiscal, apoyando el proceso desinflacionario mucho antes de instaurarse el régimen de metas de inflación.

En 1993 se otorgó la independencia al Banco de México (BdeM) y se estableció como objetivo prioritario la estabilidad del poder adquisitivo del dinero. En 1994, como resultado de la crisis bancaria y económica del país, se estableció un régimen de tipo de cambio flexible, más por necesidad que por convencimiento, y algunos años después se optó por mantenerlo, conforme el NCM se iba fortaleciendo.

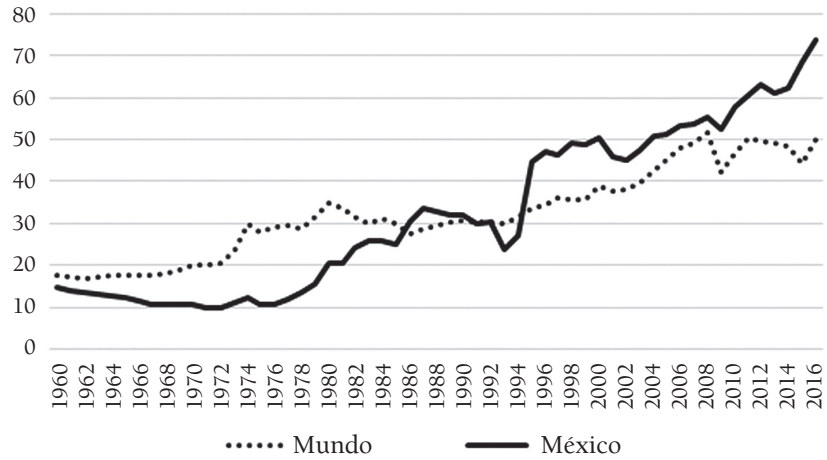
Durante el gobierno de Ernesto Zedillo Ponce de León, y bajo el marco establecido por el compromiso con el FMI, en 1995 se estableció el objetivo sobre cuentas corrientes de la banca, denominado "corto monetario" o régimen de saldos cero; se inyectó y retiró liquidez a tasa de mercado, sin determinar un nivel específico para la tasa de interés de corto plazo, adicionalmente se aplicaron techos al crecimiento de la base monetaria mediante un modelo de pronóstico de demanda de base monetaria diaria (Turrent, 2012).

El régimen de metas de inflación (MI) se realizó mediante aproximaciones sucesivas en un proceso que abarcó de 1999 al 2007, cuando finalmente se sustituye el corto monetario por una tasa de interés objetivo.

En el año 2000 se implantó una meta de mediano plazo y la directriz de que la inflación debía converger con los principales socios comerciales. En 2001 se estableció la adopción formal del régimen de MI y en 2002 se fijó la meta permanente del 3% ± 1% para la inflación medida a través del índice de precios al consumidor. Para octubre del 2007 se reemplazó el corto monetario como objetivo operacional por la tasa de interés interbancaria a un día o tasa de fondeo bancario (Ramos-Francia y Torres, 2005).

Como puede observarse en la gráfica 5, México es una de las economías más abiertas y globalizadas del mundo, con una estrategia monetaria de metas de inflación y una estrategia de política fiscal basada en la Nueva Gestión Pública y la eliminación de la dominancia fiscal, y presenta un con-

GRÁFICA 5
GRADO DE APERTURA EXTERNA



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco Mundial.

sistente proceso desinflacionario acompañado de un rápido proceso de apertura externa.

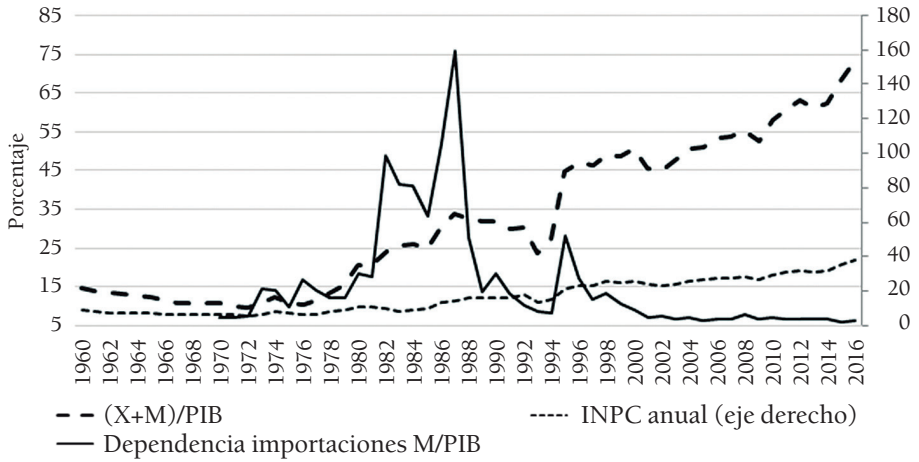
La gráfica 6 muestra con claridad que la fuerte declinación de la inflación va de la mano con el incremento en el grado de apertura externa y la creciente importancia de las importaciones dentro del PIB; esto último es un indicador aproximado del incremento de la competencia en el mercado interno, sobre todo en el aprovisionamiento de materia prima, maquinaria y equipo para la producción, ya que debemos recordar que desde 1993 sólo un promedio del 10% de los bienes importados son bienes de consumo, ello inclina al BdeM a intervenir en el mercado cambiario cuando hay una persistente depreciación del peso para evitar el impacto inflacionario consecuente, pero también lo inclina a mantenerlo apreciado para que opere como ancla inflacionaria.

Es necesario destacar que del 2002 al 2009, México enfrentó fuertes presiones inflacionarias resultado de choques de oferta relacionados básicamente con los precios de los commodities, en particular: trigo, arroz, maíz y petróleo, a lo que se denominó crisis alimentaria[4] y crisis energética,[5] y aun-

[4] Durante los años del 2006 al 2008 los precios del arroz, el trigo y el maíz se incrementaron en forma notable, el incremento promedio fue del 40%, la inflación mundial pasó de 5.3% a 8.9% y en México de 3.8 a 6.5%, lo que impactó fuertemente los precios internos en muchos países, sin embargo, no detonó un proceso de inflación inercial (FAO, 2011, pág. 23).

[5] Del 2005 al 2008 el precio internacional de barril de petróleo Brent pasó de 55 dlls a 99 dlls, y del 2011 al 2014 se mantuvo alrededor de los 110 dlls por barril, para finalmente disminuir hasta fluctuar alrededor de los 55 dlls. en el 2017 (Sistema Integral sobre Economía Minera).

GRÁFICA 6
INFLACIÓN Y GRADO DE APERTURA EXTERNA



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México y del Banco Mundial.

que la inflación en México casi se duplica, no llegó a dos dígitos y por ende no inició un proceso inercial. Ante estos hechos, el BdeM respondió con una política monetaria restrictiva que mediante el incremento del "corto monetario" elevó la tasa interbancaria de un nivel cercano al 4% en 2003 hasta un 10% en junio del 2005, para descender al 7% en 2006 y de nuevo incrementarse hasta un 8.25% en 2008 antes del impacto de la Gran Recesión.

El problema con el corto monetario era que afectaba a una parte muy reducida de la liquidez, la proporcionada por el BdeM, además de que su comprensión y explicación era muy difícil; sin embargo era un paso hacia la transición de una tasa de interés objetivo (Turrent, 2012).

Según estudios del BdeM como los de Ramos Francia y Torres (2005), Chiquiar, Noriega y Ramos-Francia (2007), García-Verdú (2012), Aguilar-Argaez, Cuadra, Ramírez-Bulos y Sámano (2014); fue la adopción de la estrategia de MI la que ha mantenido la inflación en niveles bajos y relativamente estables generando un proceso estacionario[6] (Banco de México, 2011). Así, la política monetaria también influye en la disminución de la transmisión inflacionaria y por ello, y como se verá más adelante, influye en la distribución factorial del ingreso y la precarización del mercado laboral, sin que el BdeM parezca percatarse de ello.

[6] Un proceso estacionario implica que los choques de oferta o demanda tienen únicamente efectos temporales, y los precios tienden a regresar a su media, manteniéndose una varianza constante, ello garantiza la estabilidad de los precios.

El principal problema del Banco de México es que ignora los efectos que tanto la apertura externa como la integración de cadenas globales de valor[7] tienen sobre las empresas y el proceso de formación de precios, ya que al aumentar la presión de la competencia, tanto interna como internacional, se impide que éstas puedan transmitir el incremento en sus costos de producción al precio de venta, lo que no sólo ha disminuido el traspaso del tipo de cambio a la inflación, sino el proceso mismo de transmisión de la inflación del precio productor, al precio al consumidor.

A continuación, se describirá un enfoque alternativo relacionado con la transmisión de la inflación, al que he denominado como "enfoque absorción de la inflación". En este enfoque las expectativas inflacionarias se encuentran ancladas por la competencia, mientras que la inflación se transfiere o contiene en función del poder de mercado y de negociación que tengan las empresas, los sindicatos o los trabajadores no sindicalizados. También influye el grado de apertura externa, el peso del mercado interno sobre el externo y el grado de concentración del ingreso, que influye directamente en el debilitamiento del consumo. En conjunto, estos factores restringen la capacidad de los productores de trasladar el incremento en sus costos de producción al precio de venta, magnificándose en economías pequeñas y muy abiertas, con una fuerte contracción de la demanda interna producto de la precarización del empleo y un fuerte y persistente fenómeno de concentración del ingreso, como es el caso de México.

Transmisión de precios y absorción del fenómeno inflacionario

Como se ha establecido en otros documentos, para Ampudia (2009, 2013) el proceso de formación de precios pasa por dos etapas: *a*) el relacionado con el costeo y la incorporación de un margen de utilidad (*costing*), que sería un paso preliminar antes de colocar el producto en el punto de venta, y en el que el poder de negociación de trabajadores, productores, proveedores y distribuidores juega un papel importante, y *b*) el relacionado con la determinación del precio en el mercado, a través de la oferta y la demanda (*pricing*), en el que la estructura del mercado (competencia perfecta, imper-

[7] En el 2015 el 66% del comercio mundial era de insumos caracterizados por: bienes intermedios, servicios y tecnologías. Estas cadenas de valor incrementan la competencia sobre los proveedores locales, pero también sobre los trabajadores, ya que deprimen los salarios al competir por mano de obra barata, incentivan la robótica y exigen flexibilidad laboral: en costos, tiempos y conocimientos. El desarrollo de estas estrategias dio pauta a la subcontratación y externalización de costos. Estas estrategias se fundamentaron en el modelo teórico desarrollado por Michel Porter fue popularizado en los noventa (Porter, 1985).

fecta, monopolio y oligopolio) y el poder de negociación de compradores y vendedores juegan un papel determinante (Ampudia, 2011).

La primera etapa del *costing* representa en realidad un proceso de distribución factorial del ingreso, el adelanto del capital para iniciar la producción se distribuye en salarios, intereses, pago a proveedores, costos administrativos y margen de utilidad.

Es conveniente recordar que el INPP mide precio productor, y éste se define como la cantidad de dinero recibida por el productor, de parte del comprador. Este índice tiene como finalidad principal medir la inflación por el lado de la producción, mientras que el INPC lo mide por el lado del consumo. De esta forma el primero está relacionado con el *costing* y el segundo con el *pricing*.

El INPP se utiliza para detectar los focos que originan el proceso inflacionario y permite determinar cómo las presiones inflacionarias se propagan a lo largo de la cadena productiva, no incluye el impuesto al valor agregado, ni otro tipo de impuestos facturados al comprador, tampoco incluye importaciones, costos de transporte y márgenes de comercialización; es el índice más utilizado para medir el mecanismo de transmisión hacia los precios al consumidor (INEGI, s/f).

Por su parte, el INPC es el indicador utilizado para medir la inflación al consumidor de una canasta básica de bienes y servicios, y los precios para su cálculo se obtienen en el punto de venta y por lo tanto incluye impuestos al consumo, costos de transporte y márgenes de comercialización.

Así el proceso de transmisión de la inflación se puede medir como la diferencia entre el INPC y el INPP, mediante una simple resta del segundo al primero. Esta simple resta puede arrojar tres posibles resultados: *1*) si INPC>INPP, la presión en los costos de producción o el mayor margen de utilidad se ha transmitido al precio de venta, generando un proceso inflacionario acumulativo o sobre reacción; *2*) si INPC<INPP, el productor no ha podido trasladar al consumidor el incremento en costos y alguno de los elementos en la cadena de valor absorbe la inflación (enfoque absorción); *3*) Si INPC=INPP, hay una transmisión completa de la inflación al consumidor sin generar un proceso acumulativo.

La posibilidad de transmitir la inflación se encuentra tanto en la primera etapa (*costing*) como en la segunda (*pricing*). En la primera depende del poder de negociación de los agentes económicos involucrados directamente en la producción: proveedores, acreedores, trabajadores, propietarios (dueño de la empresa) y distribuidores, de lo que se desprende como asegura Davidson (1991) que la inflación es en sí misma una lucha por la distribución del ingreso. En la segunda etapa depende de la estructura de mercado: monopolio, oligopolio etc., y por lo tanto, del poder de negociación de vendedores y compradores.

En la primera etapa es muy evidente que quien tiene el menor poder de negociación son los trabajadores, debido a su contrato laboral (precios rígidos) o a su necesidad de mantener el empleo, por lo que acaban absorbiendo la inflación de diversas formas: despido y recontratación con contratos temporales, subcontratación, reducción de prestaciones, eliminación de bonos de productividad e incentivos diversos, disminución del aguinaldo, vacaciones sin pago, etc. De ahí se desprende que existe una relación entre absorción inflacionaria y precarización laboral, lo que a su vez abona al incremento en la concentración del ingreso y el debilitamiento de la demanda interna, generando un débil dinamismo económico. Este fenómeno es en realidad un proceso de distribución factorial del ingreso.

En la segunda etapa, con poder de mercado del lado de la empresa, el consumidor recibe el efecto de transmisión de la inflación como una pérdida del poder adquisitivo de su dinero, lo que se refleja en una mayor pobreza.

Este documento se enfoca en la primera etapa y, por lo tanto, en la absorción inflacionaria y sus efectos sobre la distribución factorial del ingreso.

Incremento en la competencia y efecto absorción

La globalización, la creación de cadenas globales de valor, la apertura externa y la liberalización de mercados, impulsa la desregulación y flexibilización del mercado laboral y abona al fenómeno de desindicalización. Conforme se eleva la competencia se favorece el fenómeno de absorción de la inflación, incluso para empresas que no tienen como objetivo la exportación, ya que compiten con productos importados, y en consecuencia se incrementa la precarización del empleo y la concentración del ingreso.

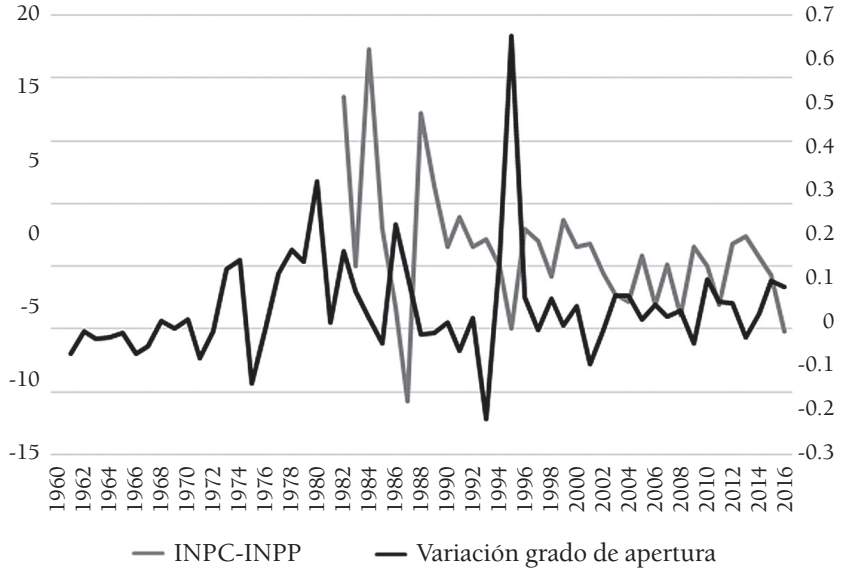
La gráfica 7 refuerza el argumento de que la apertura externa influye en la transmisión de la inflación, en ella se observa que cuando aumenta el grado de apertura externa,[8] la transmisión inflacionaria se reduce y aumenta la absorción, y viceversa.

[8] El incremento en el grado de apertura externa se mide por la variación de las exportaciones más las importaciones con respecto al PIB en relación al periodo anterior,

$$\frac{X + M_{t+1}}{PIB_{t+1}} \Big/ \frac{X + M_t}{PIB_t}$$

ello significa que hay momentos que el mercado externo está deprimido (reducción exportaciones) o en que el mercado interno esta deprimido (reducción de importaciones) y, en ambos casos, disminuye el grado de apertura externa ejerciendo menor presión sobre la absorción de la inflación.

GRÁFICA 7
TRANSMISIÓN INFLACIONARIA Y APERTURA EXTERNA



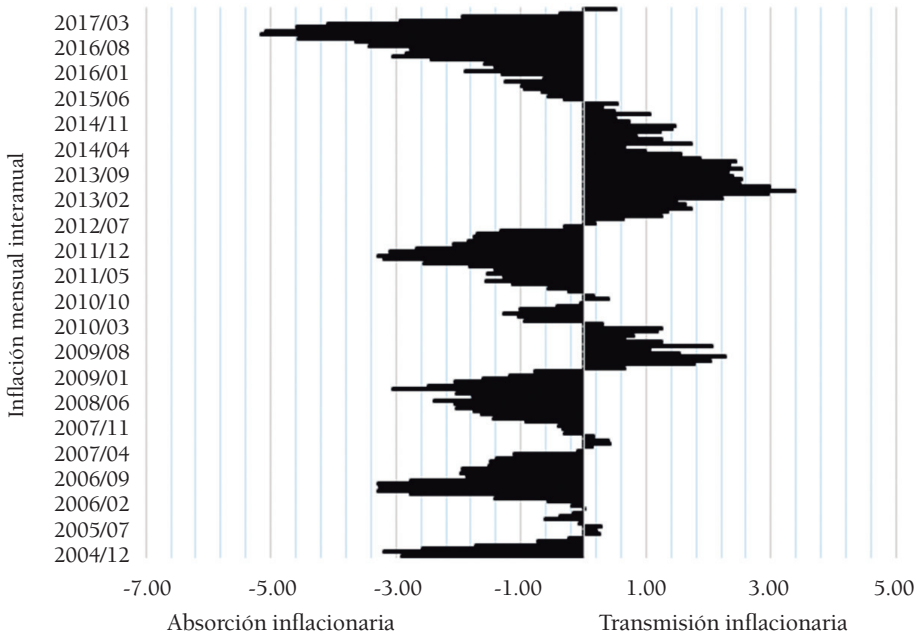
FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México y del Banco Mundial.

El proceso de absorción de la inflación en México, ha ido aumentando en intensidad y frecuencia conforme mayor es la apertura externa y la globalización de la economía, de la misma manera en que el deterioro del mercado laboral se ha acentuado con el debilitamiento de los sindicatos.

De acuerdo con Rubio (2017), en el caso de México, existe una clara relación entre la reducción de los trabajadores sindicalizados y un incremento en la precariedad laboral. Sin embargo, aquellos trabadores que pertenecen a un sindicato tienen mejores salarios y condiciones laborales porque cuentan con una fuerza de negociación que enfrenta las presiones que favorecen la precarización.

La gráfica 8 muestra el proceso de absorción de la inflación. En ella se destaca que dicho proceso es mucho más frecuente y más profundo que la transmisión de la inflación, y se acentúa en periodos de recesión e inestabilidad del tipo de cambio. Sin embargo, al inicio de la crisis, se presenta la absorción y al final de la misma una transmisión seguramente alimentada por el traspaso inflacionario del tipo de cambio al INPC; de ello se desprende no sólo la persistencia del proceso de precarización del empleo, sino incluso la probabilidad —nada despreciable— de la compresión de la tasa de utilidad de las empresas menos competitivas en las que seguramente prevalecen la pequeña y mediana empresa.

GRÁFICA 8
INPC- INPP*



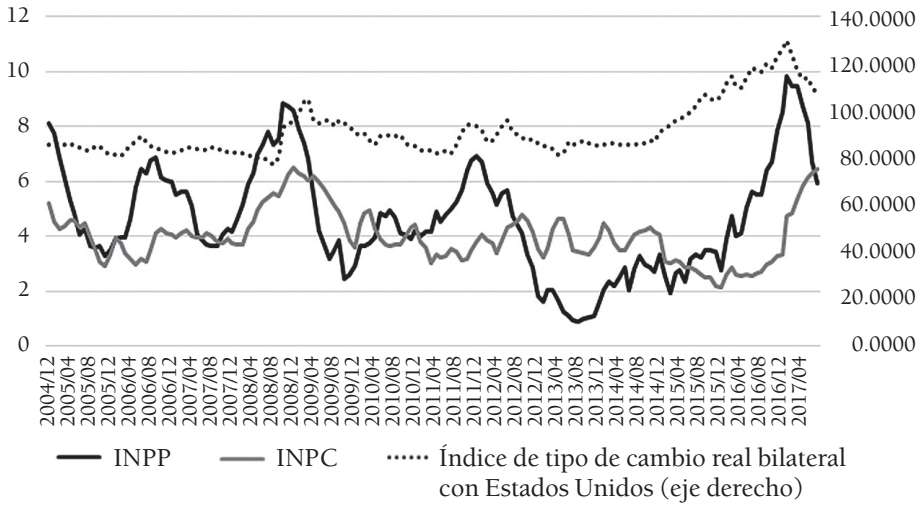
* INPP: Sin petróleo y con servicios INPC: Índice general.
FUENTE: elaboración propia con datos de INEGI.

Cabe destacar que la absorción inflacionaria se ha presentado aun con la depreciación del tipo de cambio, lo que disminuye el traspaso del tipo de cambio a los precios. Si bien es cierto que la inflación medida por el INPC se ha duplicado en el último año, el incremento del INPP ha sido mayor; así se conjugan dos fenómenos: un traspaso inflacionario del tipo de cambio a los precios, pero un predominio de la absorción de la inflación.

La gráfica 8 nos muestra dos cosas importantes: la primera, que el INPP con respecto al INPC, sufre más los embates de una recesión y una depreciación nominal del peso, aunque no incluya importaciones, simplemente por la creación de expectativas inflacionarias. Las empresas —para evitar la caída del margen e incluso la quiebra— optan por reducir sus costos, en especial los laborales, porque como ya se ha mencionado tienen el mayor poder de negociación con los trabajadores, mucho mayor que con los acreedores, proveedores o distribuidores, y esto es especialmente cierto para la pequeña y mediana empresa. La otra alternativa es incrementar la productividad, adelgazando procesos o promoviendo el uso de la ingeniería robótica mediante software y robots, y esto es más común en la gran empresa.

En la gráfica 9 se incluye también el tipo de cambio real bilateral México/EUA, que nos permite detectar un aumento o decremento en la competitividad.[9] El aumento en la competitividad genera un bajo traspaso inflacionario, mientras que la depreciación del peso favorece la competitividad. Debido al bajo traspaso se retroalimenta el fenómeno de absorción inflacionaria.

GRÁFICA 9
ÍNDICES DE PRECIOS



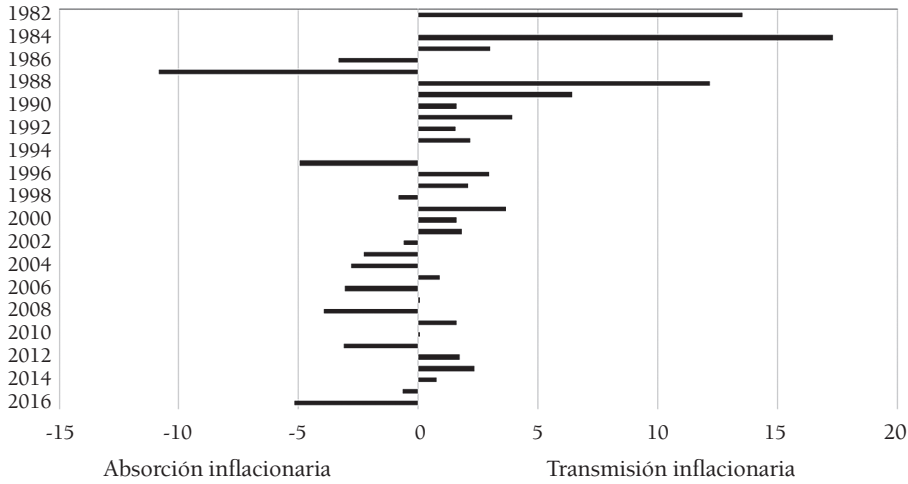
FUENTE: elaboración propia con datos de INEGI y Banco de México para el índice de tipo de cambio.

Finalmente, en una perspectiva un poco más amplia y anual, podemos observar en la gráfica 10 que en la época anterior a la firma del TLCAN, la transmisión inflacionaria era mayor, con mayor frecuencia y persistencia, posteriormente conforme se profundiza el comercio internacional y la creación de cadenas globales de valor, y se afina la estrategia de metas de inflación, empiezan a predominar periodos de absorción inflacionaria de mayor magnitud que la transmisión. Hay que notar a partir de 1994, el número de años donde predomina la transmisión es el mismo que el número de años donde predomina la absorción, pero esta última es mayor en magnitud.

El análisis anterior también permite establecer que la estabilidad de precios no implica la inexistencia de un proceso de absorción inflacionaria,

[9] El tipo de cambio real bilateral mide el grado de competitividad de la industria nacional en relación con su principal socio comercial e incorpora la evolución del tipo de cambio nominal del peso con respecto al dólar y la evolución de la inflación tanto interna como externa, por lo que es un indicador del poder adquisitivo del peso.

GRÁFICA 10
TRANSMISIÓN INFLACIONARIA.
ENFOQUE ABSORCIÓN INPC- INPP



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México e INEGI.

sino todo lo contrario, dicha absorción genera (en apariencia) una mayor estabilidad de precios debido a la reducción de la transmisión.

También es necesario destacar que la absorción de la inflación es tan regresiva como la inflación misma, e influye en el incremento de la pobreza por ingresos, aun cuando la pobreza de capacidades, patrimonial y alimentaria se reduzca. Ello obedece a que el gobierno puede acercar servicios públicos a la población: agua potable, electrificación, drenaje, alcantarillado, servicios de educación y salud, pero no puede decirse lo mismo en materia de ingresos. De esta forma la inflación —ya sea que se transmita al precio de venta, o ya sea que se absorba— tiene efectos sobre la pobreza y en especial sobre la distribución del ingreso.

CONCLUSIONES

El proceso de formación de precios tiene dos etapas: *costing* y *pricing*, en ambas existe un conflicto distributivo por el ingreso, así la inflación no es más que un síntoma de lucha por la distribución del ingreso. En el primer caso incide sobre la distribución factorial de ingreso, y en el segundo sobre el poder adquisitivo de todos los agentes económicos, pero en especial sobre las familias.

Este tipo de análisis permite ver que la función principal de los precios no es transmitir información, sino distribuir recursos e ingresos mediante el intercambio de bienes y servicios. Lo anterior se ve con mayor claridad utilizando un análisis de trueque o de precios relativos, de forma que el precio de un bien establecido en dinero, no nos permite observar la mecánica de distribución.

Disminuir el traspaso inflacionario puede intensificar el proceso de absorción de la inflación, aunque también disminuye la transmisión inflacionaria. En el primer caso el resultado es la precarización del empleo y la lucha por parte de las empresas por una mayor flexibilización del mercado laboral, y en el segundo caso, si el traspaso aumenta, la población tendrá un menor poder adquisitivo y mayores niveles de pobreza. El problema es que ambos extremos dañan el bienestar social, incrementan la concentración del ingreso y la riqueza, y generan un malestar social.

Hoy los bancos centrales están enfocados en el efecto de la pérdida del poder adquisitivo del dinero de la segunda etapa, ignorando el efecto de la absorción inflacionaria de la primera. Al parecer los hacedores de política económica (tanto fiscal, como monetaria y cambiaria) están más conscientes del segundo caso, y el análisis que hacen del primero ("la absorción"), es nulo. Por ello es importante que los bancos centrales comiencen a realizar estudios sobre la relación existente entre absorción, transmisión y traspaso de la inflación; y asumir el hecho de que la inflación no es exclusivamente un fenómeno monetario, y que todo precio es, antes que nada, una variable de distribución.

Cuando se habla de precio se incluye al salario, la tasa de interés y el tipo de cambio, los tres son componentes intrínsecos de la estrategia monetaria. Cuando los dos últimos se mueven, los efectos no se reducen a las hojas de balance de los agentes económicos ya que también impactan la distribución factorial del ingreso, el poder adquisitivo del dinero, la pobreza y el bienestar social.

También es importante que los hacedores de política económica tomen conciencia de que las medidas relacionadas con la apertura externa, la liberalización de mercados y la flexibilidad del mercado laboral, incrementan la competencia y que ésta es en esencia, también una lucha de distribución por los mercados, por sus recursos naturales, por los consumidores y por su poder de compra. El incremento en la competitividad que ello genera, intensifica también la lucha política, tratando de influir en las decisiones relacionadas con los cambios en las leyes, reglamentos, instituciones y mecanismos que permitan una mayor obtención de rentas tratando de influir en un proceso de desregulación.

El empoderamiento de la población, por otro lado, puede aminorar el impacto de la precarización laboral, para evitar que el fenómeno induzca un proceso de malestar social que ponga en entredicho el equilibrio social.

Finalmente, la política monetaria de MI parece favorecer el proceso de absorción inflacionaria, al limitar la transmisión; sin embargo, si se acompaña de un objetivo relacionado con la creación de empleos y de una mayor conciencia sobre su impacto redistributivo, puede aminorar los efectos negativo de la absorción, y por lo tanto sus consecuencias sobre la concentración del ingreso y la riqueza, la contracción del mercado interno y los bajos niveles de crecimiento económico.

Si los bancos centrales siguen concentrándose en la inflación e ignorando, voluntaria o involuntariamente, el impacto que su estrategia monetaria tiene sobre la concentración del ingreso y la riqueza,[10] este escenario económico adverso seguirá prevaleciendo.

Bibliografía

Aguilar-Argaez, A.; Cuadra, G., Ramírez-Bulos, C., & Sámano, D. (septiembre de 2014), *Anclaje de las Expectativas de Inflación Ante Choques de Oferta Adversos,* Banco de México, septiembre, disponible en <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y discursos/publicaciones/documentos-de-investigacion/banxico/%7B3635B2F2-28B2-6B4B-09BA-17290E6B5A07%7D.pdf>.

Ampudia, N. (2009), "Debilitamiento del Traspaso de la Inflación, Debilidades de la Política Monetaria y Efectos en el Mercado Laboral", México, tesis de doctorado.

Ampudia, N. (2011), "Política Monetaria No Convencional, Traspaso Inflacionario e Impactos en la Distribución Factorial del Ingreso", en *Economía UNAM*, vol. 8, núm. 22, pp. 37-54.

Ampudia, N. (2013), "Traspaso Inflacionario y Distribución del Ingreso, Tendencias entre los Miembros de la OECD", en G. Mantey & T. López, en *La Nueva Macroeconomía Global, Distribución del Ingreso, Empleo y Crecimiento*, México, UNAM, pp. 89-103.

Banco de México (2011), *Infome Trimestral de Inflación Octubre-Diciembre 2010, Capítulo Técnico*, obtenido de *Banco de México*, febrero, disponible en <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones/informes-periodicos/trimestral-inflacion/%7B862B9666-6415-C183-0B67-8764ECDD8F3B%7D.pdf>.

[10] Esta concentración ha crecido de forma notoria en los últimos años hasta alcanzar magnitudes semejantes a las presentadas a fines del siglo XIX y principios del XX.

Banco de México (agosto de 2017), *La Importancia de la Política Monetaria para el Desarrollo Económico de México,* Banco de México, disponible en <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/discursos-y-presentaciones/presentaciones/%7B054915DC-68E2-87D6-98C3-4F45B3CAF060%7D.pdf>.

Chiquiar, D., Noriega, A., & Ramos-Francia, M. (enero de 2007), *Un Enfoque de Series de Tiempo para Probar un Cambio de Persistencia de la Inflación, La Experiencia de México,* Banco de México, disponible en <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones/documentos-de-investigacion/banxico/%7B5E313EDD-1D26-EE8A-4B3C-3CE86BB0501D%7D.pdf>.

Davidson, P. (1991), *Controversies in Post Keynesian Economics,* Londres, Edwar Elgar.

FAO (2011), *Enseñanzas de la Crisis Alimentaria Mundial de 2006-08,* Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura, disponible en <http://www.fao.org/docrep/014/i2330s/i2330s04.pdf>.

García , I. (2007), *La Nueva Gestión Pública, Evolución y Tendencias,* Obtenido de Insituto de Estudios Fiscales, disponible en <http://www.ief.es/documentos/recursos/publicaciones/revistas/presu_gasto_publico/47_GarciaSanchez.pdf>.

García-Verdu, S. (agosto de 2012), *Evolución de las Expectativas de Inflación en México,* Banco de México, disponible en <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones/documentos-de-investigacion/banxico/%7BBE49572F-F67C-07DC-28E0-874469F3B7F5%7D.pdf>.

INEGI (s/f), *Preguntas Frecuentes del INPP*, Instituto Nacional de Estadística y Geográfia, disponible en <http://www.inegi.org.mx/est/contenidos/proyectos/inp/preguntasinpp.aspx>.

Kury, A. (enero de 2003), La Globalización en Perspectiva Histórica, *Comercio Exterior, 53*(1), pp. 4-12.

Lozano, I., & Herrera, M. (2008), *Dominancia Fiscal vs, Dominancia Monetaria, Evidencia para Colombia 1990-2007,* Banco de la República de Colombia, disponible en <http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra485.pdf>.

OECD (noviembre de 2016), *Income Inequality Remains High in the Face of Weak Recovery,* OECD, disponible en <http://www.oecd.org/social/OECD2016-Income-Inequality-Update.pdf>.

OXFAM (enero de 2017), *Una Economía para el 99%,* Obtenido de OXFAM Internacional, disponible en <https://www.oxfam.org/sites/www.oxfam.org/files/file_attachments/bp-economy-for-99-percent-160117-es.pdf>.

Porter, M. (1985), *Competitive Adventage, Creating and Sustaining Superior Performa,* Nueva York, The Free Press.

Ramos-Francia, M. & Torres, A. (julio de 2005), *Reducción de la Inflación a Través de un Esquema de Objetivos de Inflación, la Experiencia Mexicana,* Banco de México, disponible en <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones/documentos-de-investigacion/banxico/%7B21884449-3E92-3F92-AED6-C4E273D87FE8%7D.pdf>.

Rubio, J. (2017), Sindicalización y precariedad laboral en México, *Región y Sociedad*, núm. 68, pp. 38-75, disponible en <regionysociedad.colson.edu.mx:8085/index.php/rys/article/download/247/1012>.

Sistema Integral sobre Economía Minera (s/f), Precio Anual Brent, disponible en <http://www.sgm.gob.mx/Web/SINEM/energeticos/wti_brent_mme.html#diario>.

Turrent, E. (2012), *Autonomía de la Banca Central en México, Visión Histórica,* México, Banco de México.

Williamson, J. (1990), "What Washington Means buy Policy Reform", en J. Williamson, *Latin American Adjustment, How Much Has Happened?,* Washington D.C., Institute for International Economics, p. 445.

Woodford, M. (2003), *Interest & Prices, Foundations of a Theory of Monetary Policy,* Princeton, Princeton University Press.

Respuestas de bancos centrales a la crisis económica global

Orlando Delgado Selley*

Introducción

La crisis económica que estalló en agosto de 2007 provocó discusiones de diversos tipos. En el campo de la teoría económica, se cuestionó la capacidad explicativa de un enfoque teórico que consideraba conjurada la posibilidad de que se presentasen acontecimientos críticos que condujeran a una depresión importante (Lucas, 2003). Desde este enfoque, en consecuencia, no se disponía de herramientas de política económica que permitieran enfrentar una recesión severa.

Por esta razón, las primeras respuestas instrumentadas por bancos centrales y gobiernos recurrieron a otras visiones teóricas que reconocían el desequilibrio como parte fundamental del funcionamiento económico.[1] Políticas fiscales expansionistas derivadas de estos enfoques,[2] tanto de carácter nacional como coordinadamente entre diferentes gobiernos,[3] fueron

* Profesor-investigador de la Universidad Autónoma de la Ciudad de México.

[1] Mucho se ha escrito sobre la renovada importancia de John M. Keynes y H. Minsky. Menos sobre la recuperación de los aportes de I. Fisher, no sólo en relación con la elaboración de una teoría de la tasa de interés y los métodos para medir el valor del capital, sino también por "su análisis de las depresiones y deflaciones generadas por los intentos de desendeudamiento de agentes económicos golpeados por el vuelco brutal de una coyuntura que anteriormente era muy favorable gracias a la abundancia de créditos" (Boyer, 2010:42).

[2] "Los análisis keynesianos y las recomendaciones asociadas empezaron a darse en el debate entre expertos sobre la crisis en enero de 2008… Estas recomendaciones representaban el retorno al análisis general keynesiano sobre los riesgos que enfrentan las economías nacionales. Bajo la teoría keynesiana una política fiscal activa es necesaria para vencer la trampa de la liquidez, situación en la cual la política monetaria es efectivamente inútil. Si el gobierno está dispuesto a gastar dinero para impulsar la demanda agregada, puede romper esa trampa y llevar a la economía a la estabilidad" (Farrell y Quiggin, 2012:17-18).

[3] El G 20, por ejemplo, en la reunión de Washington en noviembre de 2008, con la presencia de jefes de Estado, decidió inyectarle a sus economías dos billones de dólares (G 20, 2008).

instrumentadas en casi todos los países, que proseguían acciones de bancos centrales para, a través de diferentes instrumentos, dotar de liquidez a los mercados financieros de mayor importancia global.

Con cierta rapidez esta situación fue modificada. La teoría económica convencional desarrolló un conjunto de explicaciones de la crisis asociadas a factores que inhibían el proceso de formación del equilibrio de mercado. Importantes economistas destacaron que la crisis no había cuestionado los cimientos de esa teoría (Bernanke, 2010a).[4] Se explicó el surgimiento de la crisis por la presencia de factores relacionados con la existencia de información asimétrica, por comportamientos irracionales de los agentes financieros, así como por interferencias al funcionamiento de los mercados financieros provocadas por la intervención del banco central como prestamista de última instancia (Dow, 2012). Consistentemente con el desarrollo de esta línea de interpretación basada en la teoría convencional, las decisiones de política económica se modificaron drásticamente deteniendo la expansión fiscal, para enfocarse en los problemas de administración y control del déficit fiscal, la deuda pública y la inflación.

El campo en el que las discusiones teóricas y de política monetaria han sido intensas es el de las funciones del banco central. El extendido acuerdo, a finales de la década de los ochenta del siglo pasado, que llevó a que bancos centrales de países desarrollados y en desarrollo se convirtieran en entidades independientes de los poderes electos[5] (Bibow, 2010), y a que se dedica-

[4] "La reciente crisis financiera fue más una falla de ingeniería económica y administración económica que de lo que he llamado ciencia económica. Los problemas de ingeniería económica se reflejaron en debilidades estructurales de nuestro sistema financiero. En el sector privado estas debilidades incluyeron una inadecuada medición del riesgo y de los sistemas de administración de ese riesgo […] En el sector público las brechas y puntos ciegos en las estructuras regulatorias financieras de Estados Unidos, y de muchos otros países, probaron ser particularmente dañinas. Estas estructuras regulatorias se crearon para etapas anteriores y no se adaptaron adecuadamente al rápido cambio e innovaciones del sector financiero, lo mismo que a la creciente intermediación financiera que ocurrió fuera de las instituciones de captación reguladas en el llamado sistema bancario en la sombra. En el campo de la administración económica, los líderes de empresas financieras, participantes en el mercado y diseñadores de políticas gubernamentales no reconocieron importantes problemas estructurales, ni riesgos emergentes o, cuando los identificaron, no respondieron lo suficientemente rápido ni con la fuerza necesaria. Los defectos en lo que he llamado ciencia económica fueron en su mayor parte poco relevantes respecto a la crisis. Aunque la mayoría de los economistas no previeron el acercamiento del colapso del sistema financiero, el análisis económico ha probado, y continua probando, que es fundamental para la comprensión de la crisis, así como en el desarrollo de políticas que la contengan y en el diseño de soluciones de largo plazo que eviten su recurrencia" (Bernanke, 2010a:3).

[5] El crecimiento de los bancos centrales independientes se dio en países desarrollados y en desarrollo. El movimiento mundial hacia la independencia empezó con Chile y Nueva Zelanda en 1989; a mediados de los noventa, en el grupo de países que había implementado esta reforma

sen fundamentalmente a buscar la estabilidad de precios (Arestis y Sawyer, 2001),[6] explotó junto con el estallido de las hipotecas *subprime* y los sofisticados instrumentos financieros asociados a ellas. Consecuentemente, en el desarrollo de esta crisis, ha estado siempre presente la discusión sobre las responsabilidades de los bancos centrales en evitar la crisis y luego sobre su capacidad para luchar contra la crisis.

En este capítulo interesa explorar el papel que han jugado los banqueros centrales en la crisis financiera iniciada en agosto de 2007, concentrándonos en la actuación del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), del Banco Central Europeo (BCE), del Banco de Japón (BoJ) y, finalmente, del Banco de México (Banxico), desde 2007 hasta 2013.

Respuestas del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos

En un apretado resumen (Bernanke, 2012) puede señalarse que las acciones de la Fed en el desarrollo de esta crisis han sido las siguientes: *1*) en agosto de 2007, tras el estallido de la burbuja inmobiliaria, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) instrumentó medidas para dotar de liquidez a los mercados financieros reduciendo la tasa de descuento y aumentando las posibilidades de crédito a los bancos; *2*) en septiembre redujo el objetivo de tasa para los fondos federales 50 puntos base, llevándola de 5.25 a 4.75% anual; *3*) durante las siguientes semanas siguió reduciendo el objetivo de tasa para los fondos federales hasta sumar una caída de 325 puntos base, dejándola en 2% en la primavera de 2008; *4*) en el verano se mantuvieron constantes las tasas, pero en octubre de 2008 hubo una nueva reducción de 50 puntos base, la que se coordinó con otros seis bancos centrales[7] y después la Fed redujo otros 50 puntos base; para diciembre, frente a una recaída del producto estadounidense, el

---

en sus bancos centrales estaban: Argentina, Australia, Canadá, Colombia, Ecuador, Egipto, El Salvador, Filipinas, Hungría, México, Perú, Sudáfrica, Turquía, Uganda, Venezuela y Viet- nam. En 1998 se unieron al grupo dos importantes bancos centrales: el Banco de Inglaterra y de Japón (Bibow, 2010:5).

[6] "La actual tendencia hacia la 'independencia' del banco central es vista como respuesta a la inestabilidad monetaria del mundo post Bretton Woods. Sin embargo, las innovaciones financieras para la generación de dinero crediticio limitan la capacidad del banco central para conseguir estabilidad de precios" (Arestis y Sawyer, 2001:9).

[7] Esta medida fue acordada por el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco Nacional Suizo, el Banco de Suecia, el Banco Central Europeo y la Reserva Federal. El Banco de Japón, por encontrarse en su límite más bajo, expresó su apoyo a esta política, aunque no estaba en condiciones de reducir aún más sus tasas. La reducción acordada fue de 50 puntos base en la tasa objetivo de esos países (Federal Reserve, 2008).

FOMC anunció otra reducción de la tasa, dejando el objetivo en un rango entre 0 y 25 puntos base, lo que constituye el límite mínimo; *5*) dada la persistencia de dificultades en los mercados financieros, en la última parte de 2008 y principios de 2009, la Fed ofreció liquidez apoyando el funcionamiento de los mercados de crédito, extendiendo las facilidades de financiamiento junto con la creación de acuerdos de intercambio de divisas (*currency swaps agreements*), coordinado con 14 bancos centrales;[8] *6*) en su función de regulador bancario, el Sistema de la Reserva Federal condujo pruebas de esfuerzo a los mayores bancos estadounidenses, así como a las compañías tenedoras del capital de esas empresas, estableciendo las bases para que se incrementara el capital de estas empresas *holdings*; *7*) a finales de 2008, se decidió usar la hoja de balance como instrumento de política monetaria para buscar alcanzar sus dos mandatos legales: el máximo empleo compatible con estabilidad de precios a través de la adquisición de instrumentos financieros de largo plazo, específicamente valores de la Tesorería estadounidense y de agencias gubernamentales —como Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae— por un monto inicial de 600 mil millones de dólares (mmdd) en valores respaldados con hipotecas (MBS), y en deuda de las empresas financiadas por el gobierno (GSE's, por sus siglas en inglés); *8*) en marzo de 2009 se amplió el programa hasta 1,250 billones de dólares (bdd) en MBS, 200 mmdd en deuda de Freddie y Fannie, y 300 mmdd en bonos del Tesoro de largo plazo; *9*) en noviembre de 2009 hubo un nuevo programa que ampliaba el balance de la Fed con compras adicionales por 600 mmdd, a razón de 75 mmdd mensuales en bonos de largo plazo de la Tesorería estadounidense; *10*) a mediados de 2011 se creó un nuevo programa, variante ligera de los dos anteriores, conocidos como Relajamiento Cuantitativo I y II (QE 1 y QE 2, por sus siglas en inglés), denominado Programa de Ampliación de la Maduración (MEP), a través del cual la Fed compró 400 mmdd en valores de largo plazo de la Tesorería y vendió, al mismo tiempo, esa cantidad en valores de corto plazo de la misma Tesorería de Estados Unidos; *11*) en septiembre de 2012, ante un crecimiento económico moderado y un lento aumento en el empleo, que llevaron a que la tasa de desempleo permaneciera elevada, el FOMC decidió compras adicionales de MBS a un ritmo de 40 mmdd mensuales, tratando de presionar a la baja las tasas de interés de largo plazo, apoyando el mercado

[8] El FOMC autorizó establecer acuerdos temporales de intercambio de monedas con: el Banco de la Reserva de Australia, el Banco Central de Brasil, el Banco de Canadá, el Banco Nacional de Dinamarca, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón, el Banco de Corea, el Banco de México, el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, el Banco de Noruega, la Autoridad Monetaria de Singapur, el Banco de Suecia y el Banco Nacional Suizo (Federal Reserve Board, 2009).

hipotecario y contribuyendo a la creación de mejores condiciones financieras (FMOC, 2012); *12*) un año después, en septiembre de 2013, la Fed anunció que se reducían las compras mensuales de valores financieros a 65 mmdd, iniciando la cuenta regresiva para suspender el relajamiento cuantitativo (*tapering*). Este listado de acciones, como se aprecia, comprende dos grupos diferentes de decisiones de política monetaria: el primero instrumenta una política monetaria convencional, ocupada en acciones para determinar la tasa de interés, objetivo del banco central en función de su meta de inflación, junto con operaciones de mercado abierto y ampliaciones de los recursos de la ventanilla de descuento; el segundo grupo propone medidas de política monetaria no convencionales, para las que no se contaba con experiencia suficiente que permitiera conocer sus impactos agregados, ni tampoco existían desarrollos teóricos específicos en los cuales fundamentar tales decisiones.[9]

Las decisiones de política monetaria convencional llevaron la tasa de interés prácticamente a su límite cero, lo que hizo que este tipo de decisiones no pudieran extenderse más, ya que se encontraban en la trampa de la liquidez. Dada esta circunstancia, era menester instrumentar otro tipo de acciones monetarias para alcanzar las metas establecidas por su mandato dual: ocuparse de que el nivel de precios se mantuviera en condiciones manejables, pero buscando que, al mismo tiempo, se promoviera el mayor nivel de empleo posible, o la menor tasa de desempleo consistente con una inflación controlada. Consecuentemente, era necesario que junto con medidas convencionales de política monetaria, que se ubicaban en la disminución del costo del dinero en el corto plazo para incentivar el crédito y la inversión, se instrumentaran medidas adicionales que se proponían incentivar aún más el otorgamiento de crédito y la inversión productiva, buscando reducir la tasa de desempleo de la economía a través de la reducción de las tasas de largo plazo.

El conocimiento económico en este campo era escaso, lo que obligaba a hacer uso de las lecciones de política que ocurrieron en episodios económicos en los que, con buenos o malos resultados, se enfrentaron situaciones de contracción aguda del crédito. En este sentido, la experiencia japonesa de la última década del siglo pasado, ofrecía una experiencia única que, aun-

[9] "Cuando la crisis se complicó y la tasa de los fondos federales había llegado a su límite mínimo efectivo, el FOMC se orientó hacia enfoques de política no tradicionales para apoyar la recuperación. Al embarcarse en esta ruta, el Comité estuvo guiado por ciertos principios generales y algunos trabajos académicos perspicaces, pero —con la importante excepción del caso japonés— con una experiencia histórica limitada. Como resultado de esto, los banqueros centrales en Estados Unidos y en otras economías avanzadas que enfrentaron problemas similares, han estado en un proceso de aprender-haciendo" (Bernanke, 2012:2).

que pudiera considerarse antitética a la instrumentación de políticas monetarias no convencionales exitosas, resultaba importante.[10] En términos generales, la política macroeconómica y financiera japonesa de esos años se ha considerado un fracaso importante, ya que no pudo responder a la mayor crisis financiera reciente en esa nación, la mayor en un país industrializado en 60 años (Posen, 2000). Incluso se ha planteado que existen claras analogías entre los errores de política monetaria cometidos por las autoridades japonesas en la crisis de 1993-1999, y los que cometieron los hacedores de política económica en Estados Unidos y otros países desarrollados durante la Gran Depresión de 1929-1933, aunque las condiciones sociales hayan sido completamente diferentes entre Alemania, Gran Bretaña y Estados Unidos de aquellos años y el Japón de los años noventa del siglo pasado (Bernanke y Gettler,1999).

Los mayores errores de política monetaria cometidos por las autoridades japonesas fueron: *1*) la decisión de no instrumentar una política restrictiva durante 1987-1989, pese a claras y crecientes presiones inflacionarias, contribuyó al desarrollo de una "burbuja económica"; *2*) el aparente intento de "pinchar" la burbuja del mercado de valores en 1989-1991, que contribuyó a inducir un colapso de los precios de activos; *3*) la falla en relajar adecuadamente el mercado financiero en los años 1991-1994, lo que llevó a que declinaran estrepitosamente los precios de los activos, el sistema bancario y la economía.[11] El resultado de estas fallas de política monetaria fue que, entre el cuarto trimestre de 1991 y el mismo trimestre de 1999, el Producto Interno Bruto (PIB) creciera apenas 0.9% anual. Si la economía japonesa hubiese mantenido una conservadora tasa de crecimiento del 2.5% anual, el nivel del producto hubiese sido 13.6% mayor que el efectivamente logrado.

La conclusión que Bernanke ofrece de estos resultados es reveladora de las decisiones tomadas por la FOMC durante la etapa de recuperación de la economía estadounidense.[12] Citamos *in extenso*:

[10] "La 'Gran Recesión' japonesa de los pasados 15 años nos ha dado finalmente la clave no sólo de la manera en que una economía posburbuja puede hundirse en una recesión prolongada, mientras se instrumentan respuestas de política convencional que resultan altamente inefectivas, sino también la mezcla exacta de políticas que requiere una economía para salir de este tipo de recesión" (Koo, 2009:XI-XII).

[11] Si la política monetaria japonesa se hubiera concentrado en estabilizar la demanda agregada y controlar la inflación, en lugar de distraerse en el tipo de cambio y en el precio de los activos, los resultados hubieran sido mucho mejores (Bernanke y Gertler, 1999).

[12] Esta conclusión titulada "Lo necesario: una solución rooseveltiana", aparece en el conocido artículo que analiza la experiencia japonesa de política monetaria en los años noventa del siglo pasado. Este texto escrito originalmente en el año 2000 se tituló: "La política monetaria japonesa: ¿un caso de parálisis autoinducida?".

> Franklin D. Roosevelt (FDR) fue electo presidente de los Estados Unidos en 1932 con el mandato de sacar al país de la depresión. A final de cuentas, las más efectivas acciones que instrumentó fueron las mismas que Japón necesitaba instrumentar: principalmente rehabilitar el sistema bancario y devaluar la moneda para promover un relajamiento monetario. Pero las acciones específicas de política fueron, en mi opinión, menos importantes que su disposición a ser agresivo y a experimentar lo que fuera necesario para poner al país en movimiento nuevamente. Muchas de sus políticas no funcionaron como las planeó, pero al final FDR merece un gran reconocimiento por haber tenido el coraje de abandonar paradigmas fracasados y hacer lo que tenía que hacerse. Japón no está de ninguna manera en una depresión, pero su economía ha operado por debajo de su potencial casi una década. No es claro que su recuperación sea inminente. Las opciones políticas existentes podían reducir enormemente las pérdidas. ¿Qué es lo que ocurrió? Para el observador externo, por lo menos, la política monetaria japonesa parece congelada, con una parálisis que es fundamentalmente autoinducida. Lo más asombroso es la aparente falta de disposición de las autoridades monetarias para experimentar, para intentar, aunque no hubiera garantías de que funcionara. Probablemente es el tiempo para una solución rooseveltiana (Bernanke, 2000:25-26).

La Fed, bajo el mandato de Bernanke, no cometió el mismo error que las autoridades monetarias japonesas. Decidió actuar sobre bases inciertas, prefiriendo equivocarse que mantener una situación absolutamente inaceptable en materia de empleo. La heterodoxia monetaria de la Reserva Federal ha sido criticada doméstica e internacionalmente. Sin embargo, lo que es innegable es que la economía del mayor país del mundo ha logrado resultados positivos lenta[13] pero claramente. En otras economías que instrumentaron políticas monetarias convencionales, en cambio, mantienen condiciones recesivas que duraron por lo menos siete trimestres.[14]

Respuestas del Banco Central Europeo

El nacimiento del Banco Central Europeo (BCE) estuvo marcado por la concepción dominante en la época, que establecía que el banco central tenía que ser independiente de los poderes electos y con el objetivo de conseguir

[13] Existen, por supuesto, visiones críticas a la política monetaria no convencional del Fed. Se centran en discutir la pertinencia de las medidas heterodoxas, o bien aunque reconocen que están orientadas correctamente, señalan que han sido insuficientes (Romer, 2012).

[14] De acuerdo con los datos publicados por Eurostat, oficina estadística de la Unión Europea, la zona euro retrocede desde el último trimestre de 2011 hasta el primero de 2013. Se trata de la recesión más prolongada desde la aparición de la moneda única (Eurostat, 2013).

estabilidad de precios. Autonomía y mandato único fueron las divisas teóricas y prácticas que fundaron el banco administrador de la moneda única, el euro (Bibow, 2010). Esto explica las diferencias de enfoque sobre el objetivo de tasa de interés entre el BCE y la Fed en el curso de la crisis iniciada en agosto de 2007.

El recorrido de posturas monetarias desde el estallido de la burbuja hipotecaria estadounidense, decididas por la Junta de Gobierno del BCE, inicia con el mantenimiento de la tasa de interés que se había fijado el 13 de junio de 2007, la que había sido aumentada 25 puntos base respecto de la tasa de marzo del 4% anual. EL BCE decidió sostener sin cambios su postura 13 meses, hasta julio de 2008. La decisión es ilustrativa de las consideraciones que pesaban en la conducción del banco central que administra al euro, ya que en los primeros meses después del estallido de la burbuja inmobiliaria, los mercados financieros se vieron severamente afectados por la falta de liquidez, lo que provocó una importante contracción del crédito. La Fed, como se ha señalado, actuó rápidamente reduciendo su tasa de referencia 50 puntos base en septiembre de 2007, y luego decidió disminuciones en serie las siguientes semanas hasta llegar a un tasa del 2% en marzo de 2008. De modo que al mantener su tasa, el BCE decidía quedarse al margen de los estímulos monetarios que otros bancos centrales daban a la banca.[15] La explicación de esta postura monetaria ofrecida por los responsables del BCE, fue la presencia de presiones inflacionarias que era indispensable atajar, las que se confirmaban con expectativas que mostraban que la inflación esperada superaba el límite formalmente establecido: "por debajo, pero cerca de 2%", junto con el deterioro de la credibilidad en la capacidad del BCE para lograr la meta de inflación (Geraats, Giavazzi y Wyplosz, 2008).

Más contrastante aún fue la decisión del 9 de julio de 2008, cuando el BCE decidió incrementar su tasa a 4.25% anual, lo que implicaba un incre-

[15] EL BCE, lo mismo que otros grandes bancos centrales, proveyeron liquidez a los bancos con problemas durante los meses finales de 2007 y el primer semestre de 2008. Cumplieron con su función de prestamistas de última instancia del sistema bancario. "EL BCE ha sido influido sin duda por la teoría de que la inflación debe ser la única preocupación de un banco central. Ha resultado crecientemente claro que la estabilidad financiera debe estar en la pantalla del radar de un banco central. De hecho, muchos bancos centrales se han creado para resolver el problema endémico de la inestabilidad del sistema financiero. Con su ilimitada capacidad de fuego, los bancos centrales son las únicas instituciones capaces de estabilizar el sistema financiero en tiempos de crisis. Para que el BCE sea exitoso en la estabilización del mercado de bonos soberanos de la Eurozona, tiene que aclarar que ejercerá completamente su función de prestamista de última instancia. Creando este compromiso asegurará que no tendrá que intervenir en el mercado de bonos gubernamentales la mayor parte del tiempo, cumpliendo su responsabilidad de ser prestamista de última instancia asegurará que el banco central sólo ocasionalmente proveerá apoyos de última instancia" (De Grauwe, 2011a).

mento de 25 puntos base respecto a la tasa establecida un poco más de un año antes (ECB, 2013). Tras esta decisión, el BCE mantuvo sin cambio su postura monetaria cuatro meses, cuando daba inicio la Gran Recesión. En octubre hubo un cambio de postura monetaria, impulsado fuertemente por la Fed y el Banco de Inglaterra para que seis bancos centrales coordinaran una reducción de 50 puntos base de sus tasas. De esta manera, el BCE redujo la tasa a 3.75%, iniciando una serie de disminuciones que la llevaron a 1% en mayo de 2009. Para estas fechas, la tasa de interés para el dólar y la libra esterlina estaba en su límite mínimo.

En abril de 2011, en plena crisis de deuda soberana con Grecia, Irlanda y Portugal, habiendo requerido ser rescatados por la Unión Europea, el BCE de nuevo percibió presiones inflacionarias que le llevaron a elevar 25 puntos base la tasa y tres meses después aplicar otro incremento que estableció la tasa de referencia en 1.5% anual, manteniéndola en ese nivel hasta noviembre de ese año. La discusión global se concentró en ese tiempo en la disyuntiva entre estímulos fiscales y monetarios,[16] que planteaba el dilema entre consolidar una recuperación que era claramente anémica o concentrar acciones para mejorar la sustentabilidad fiscal y para reducir de la deuda pública.[17] En diciembre de este año, el BCE decidió relajar su postura disminuyendo la tasa 25 puntos base, llevándola al 1%, y siete meses después repitió la medida colocando los niveles de tasa en 0.75% anual.

En el curso de estos meses se desató una intensa discusión en relación con la función de prestamista de última instancia del BCE. Como señalamos, en 2007, el BCE actuó cumpliendo esa función para apoyar al sistema bancario de varios países europeos que estaban en condiciones críticas tales, que había el riesgo de un colapso, pese a que esto podía afectar el riego moral futuro. La situación cambió cuando se trataba de apoyar a gobiernos que enfrentaban dificultades intensas por el encarecimiento del fondeo de bonos soberanos. La función de prestamista de última instancia, en este caso particular, no tenía la consideración de evitar un colapso inmediato. Las dificultades del mercado de bonos gubernamentales no tiene el

[16] En este aspecto es interesante el análisis de la efectividad de las políticas fiscal y monetaria que considera la experiencia de los años treinta del siglo pasado. Los resultados dan cuenta de que en los países en los que hubo expansión fiscal, ésta fue efectiva con un multiplicador de 2. Por su parte, políticas monetarias acomodaticias con tasa de interés en sus límites mínimos, ayudan a modificar expectativas deflacionarias (Eichengreen *et al*., 2009).

[17] Para el presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, austeridad era igual a confianza. En una declaración de prensa señalaba: "Apoyamos que con determinación absolutamente todos los países se propongan políticas fiscales sostenibles […] No sólo es una recomendación elemental para cuidar de sus hijos e hijas y no sobreendeudarlos, sino es bueno también para la confianza, el consumo y la inversión" (Trichet, 2010).

mismo *timing* que la crisis del sistema bancario, esto es, el riesgo de un colapso inminente no se presenta con la misma claridad. Consecuentemente, el BCE decidió mantenerse al margen de intervenir en el mercado de bonos, lo que ha tenido un altísimo costo en términos de generación de empleos y crecimiento (De Grauwe, 2011b).

La siguiente medida del BCE fue la instrumentación de un audaz programa de financiamiento para los bancos privados europeos: las operaciones de refinanciamiento de largo plazo (LTRO, por sus siglas en inglés). En la primera operación, que ocurrió el 21 de diciembre de 2011, el Eurosistema distribuyó 489 billones de euros (bde) a 523 instituciones financieras europeas; y en la segunda entregó 530 bde a 800 (Draghi, 2012). Estas dos operaciones fueron decididas por la Junta de Gobierno de este banco central ante

> […] la intensificación de las tensiones en el mercado de deuda soberana en el segundo semestre de 2011 que elevaron la incertidumbre dificultando el acceso de bancos de la eurozona a los mercados de fondos. Este deterioro en los niveles de riesgo llevó a que se recortara el crédito a hogares y empresas no financieras (ECB, 2012:38).

Estos recursos del BCE a los bancos privados se otorgaron a una tasa de 1% anual y a plazos de dos o tres años, lo que constituye un fondeo de largo plazo. Ocurrieron cuando el BCE se había negado a comprar deuda soberana de los países de la periferia europea que enfrentaban una elevación considerable de los *spreads* respecto al costo de la deuda alemana, que es el referente que el mercado reconoce como el riesgo mínimo en toda la eurozona. Este financiamiento barato y de largo plazo, constituye una inyección de recursos que pueden invertirse en instrumentos financieros seguros y con mayores rendimientos, como la propia deuda soberana de los países en los que se ubican las matrices de los bancos financiados, lo que implica incrementos de utilidades.[18]

El BCE desde su fundación se incorporó al nuevo consenso de política monetaria (Toporowski, 2011). Por esta razón, desde que explotó la crisis de deuda soberana en el primer trimestre de 2010, el BCE se ha negado ex-

[18] "El BCE nos ha sorprendido de manera positiva desde que Mario Draghi sustituyó a Jean-Claude Trichet en la presidencia. Cierto que Draghi se negó en redondo a admitir que el banco comprara bonos procedentes de los países en crisis. Pero encontró un modo de conseguir un resultado más o menos similar por la puerta de atrás: anunció un programa por el cual el BCE avanzaría préstamos ilimitados a los bancos privados y aceptaría bonos de los gobiernos europeos como garantía secundaria" (Krugman, 2013:6).

presamente a financiar a gobiernos de la zona euro, pese a que enfrenten problemas de costo de su deuda que podrían resolverse fácilmente si el BCE comprara esa deuda, o la cambiara por nuevas emisiones a mejores tasas y mayores plazos, exactamente como hizo con las LTRO operadas con los bancos privados europeos. Conforme se han agudizado los problemas de solvencia de los países de la periferia europea, particularmente España e Italia y, por supuesto, Grecia, ha sido insistentemente planteada la obvia contradicción de un banco central que puede prestar importantes cantidades a bancos privados para que los inviertan comprando deuda soberana de países con problemas. Para los bancos resulta un apoyo extraordinario, pero para los gobiernos de los países el resultado financiero es significativo, ya que siguen pagando por sus emisiones lo que el mercado establece, lo que implica un sobrecosto importante como prima de riesgo.

La última decisión del BCE en materia de tasas se dio el 8 de mayo de 2013, cuando se unió al club de bancos centrales que funcionan con un objetivo de tasa en su límite inferior, con tasas reales negativas. La medida —instrumentada mucho tiempo después de que la Fed, el Banco de Inglaterra, el BoJ y otros bancos centrales decidieran llevar la tasa a su verdadero límite— pudiera ser inefectiva dada la situación económica de la zona del euro, que llevaba en ese momento ya seis trimestres en recesión y con tasas de desempleo extraordinariamente elevadas, y con escasas perspectivas de mejora a mediano plazo.

Respuestas del Banco de Japón

La economía japonesa sufrió una recesión significativa de 1992 a 2002, que ha sido explicada como resultado de una serie de errores de política financiera y macroeconómica, que demuestran la validez del conocimiento económico derivado de la macroeconomía keynesiana y que, consecuentemente, pudo haberse evitado o, cuando menos, amortiguado (Posen, 2010). El Banco de Japón, ante los acontecimientos críticos de su sistema financiero, desde 1991 disminuyó sus tasas hasta llevarlas a sus niveles mínimos, al conocido límite cero. Sin embargo, la respuesta de política monetaria del BoJ fue lenta y tímida en relajar las condiciones monetarias, así como reacia en instrumentar medidas no convencionales, dado que estaban en el límite cero de las tasas de interés, en la trampa de la liquidez.

El recorrido de la economía japonesa ha sido muy volátil: el crecimiento de su PIB cayó de tasas cercanas a 8% en 1990 a números ligeramente negativos en 1993, cuando enfrentó su primera recesión de este ciclo, se recuperó los años siguientes hasta llegar en 1996 a crecimientos del orden de casi

4%, y volvió a una situación recesiva en 1997 y 1998, con una caída que llegó este último año a menos 2%; recuperó el crecimiento durante dos años y enfrentó de nuevo una recesión en 2001. Durante los años de 2002 a 2006, tuvo un crecimiento entre 1 y 3%, para derrumbarse con el estallido global de 2007. Estos altibajos tienen su explicación en el comportamiento del gasto público, tanto de consumo como de inversión.

En sentido estricto, el BoJ planteó una importante lección a los banqueros centrales: mostrar que la política monetaria tiene una capacidad limitada para llegar a los resultados esperados, particularmente en ausencia de medidas no convencionales. La gubernamental, avalada por los electores, está siendo instrumentada también por su banco central, otorgándole congruencia a la política económica y, por tanto, mayores posibilidades de éxito. Otra regla de oro de la ortodoxia fue quebrada: con esta nueva administración electa, la política monetaria es parte del diseño general de política económica.

El mantenimiento de esta nueva postura monetaria estará supeditado, como para el caso de la Fed, al logro de un objetivo macroeconómico preciso. En el caso japonés se trata de conseguir una tasa de inflación anual de 2%. En el caso estadounidense, el objetivo ha sido reducir la tasa de desempleo hasta el 6.5%. Esta manera de encarar las responsabilidades de un banco central se explica por la persistencia de complicaciones económicas, que han afectado drásticamente las condiciones de vida de la gente, que se reconoce pueden ser resueltas, por lo menos parcialmente, desde la política monetaria.

La decisión japonesa propone un relajamiento cuantitativo y cualitativo: cuantitativo porque duplica las compras mensuales de títulos de renta fija, a razón de 70 mmdd mensuales, lo que en dos años hará que la base monetaria se multiplique por dos. Cualitativo, al alargar el vencimiento de los bonos adquiridos, elevando el riesgo de su cartera. Es evidente que para las nuevas autoridades económicas y monetarias japonesas, la experiencia que han desarrollado el Banco de Inglaterra y la Fed, ha sido positiva. Por ello decidieron instrumentar esa misma política en Japón.

Respuestas del Banco de México

El Banco de México, por su parte, restringido a su objetivo "prioritario" de mantener estabilidad de precios durante 2008 y 2009, mantuvo su preocupación respecto a la relevancia de cuidar a la economía mexicana de cualquier choque de precios que pudiera afectarla. La consecuencia práctica de esta preocupación fue mantener la tasa de interés en niveles que permitían

utilizarla como valladar ante presiones inflacionarias. Las decisiones de política monetaria tomadas durante 2009, el año de la mayor contracción en un país de América Latina, dan cuenta del reconocimiento de que la inflación tenía un comportamiento claramente descendente, aunque el Banco de México reconocía riesgos inflacionarios asociados con la turbulencia financiera, que después desaparecieron al consolidarse la certidumbre de que la crisis global había tocado fondo.

En 2009, el Banco de México tuvo que reconocer que la contracción de la economía mexicana era severa, afectándose negativamente con el brote del virus H1N1. Consecuentemente, desde el 16 de enero inició un proceso de reducción del objetivo para la tasa de interés interbancaria desde su nivel de cierre en 2008 de 8.25%. Los primeros dos meses del año la reducción fue de 0.75 puntos porcentuales, pero los tres meses siguientes la Junta de Gobierno decidió reducir la tasa 0.75% cada mes, de modo que para el 19 de junio la tasa de interés de referencia se ubicó en 4.75%. Pese a que la contracción en curso era fuerte, en ese momento advirtieron que "el ciclo de relajación monetaria estaba cerca de concluir". En julio de 2009, la decisión fue reducir la tasa otros 0.25 puntos porcentuales, para mantenerla congelada en 4.50% los siguientes cinco meses. Las razones de este cambio de política monetaria no estuvieron en el comportamiento de la inflación, que se mantuvo en los niveles esperados, sino en una preocupación de los miembros de la Junta de Gobierno del Banco de México que claramente difería de lo que requería la economía nacional, que mostraba ya un comportamiento recesivo que le llevaría a una contracción del 6.5% (Banco de México, 2009). En Chile,[19] en contraste, país que también persigue una meta de inflación de 3% anual como México, a partir de julio de 2009 la tasa de interés llegó a un nivel de 0.5% anual, lo que significó una reducción de 775 puntos base, desde el 8.25% en el que se situó en septiembre de 2008. La caída del producto en este país fue de 1.5%, lo que tiene que ver con una política monetaria claramente contracíclica, así como con medidas de carácter fiscal (CEPAL, 2010).

Tanto la gubernatura de Guillermo Ortiz como la de Agustín Carstens, enfrentados por momentos incluso a requerimientos gubernamentales para aflojar las decisiones de política monetaria, sostuvieron tozudamente su posición. Además, precisamente en los meses en los que nuestra economía iba en picada, decidieron instrumentar una política de acumulación de reservas internacionales. En las difíciles condiciones que vivió la economía

[19] El banco central chileno, como el mexicano, tiene autonomía del poder Ejecutivo e independencia económica, es decir, no está obligado a extender crédito directo o indirecto al gobierno; además, se le asigna la tarea de mantener estabilidad de precios con el agregado de operar el sistema de pagos (Carstens y Jácome, 2005).

mexicana desde principios de 2009, el Banco de México acumuló reservas. ¿Se justifica que en medio de una recesión que redujo el PIB en 6.5%, se acumulen 25 mmdd de reservas?, ¿no podrían haberse utilizado para tratar de detener la crisis evitando que millones de mexicanos sufrieran por haber perdido su empleo?, ¿no era posible que esos dólares acumulados compensaran a quienes habían dejado de recibir remesas porque sus familiares perdieron su trabajo en Estados Unidos?

Los gobiernos de otros países decidieron enfrentar los embates de la crisis con las herramientas de la política fiscal y colaboraron con las decisiones de política monetaria instrumentadas por sus bancos centrales. Aumentaron el gasto público, disminuyeron los impuestos a ciertos sectores de la población y disminuyeron las tasas de interés a niveles cercanos a cero. Evidentemente, esto significó que su posición fiscal se debilitara, en tanto la inflación se mantuvo controlada. El uso de una política fiscal claramente contracíclica, no significó regalo de dinero a la población, sino la utilización de recursos de los contribuyentes para paliar los impactos de la crisis. Estas acciones fueron decisivas para detener la crisis y regresar a esas economías a una senda de crecimiento. Ocurrieron en todas las latitudes: en países desarrollados —como Estados Unidos, Francia, Reino Unido, etc.— y también en Brasil (Silva y Ribeiro, 2012), Chile, Argentina, China. Algunos hicieron uso de los bancos estatales para evitar que la contracción del crédito de los bancos privados afectara a las empresas y a sus trabajadores.

Todos los recursos de los que disponían esos gobiernos fueron usados para enfrentar la crisis. El gobierno mexicano dijo que enfrentaría la crisis con programas y más programas, pero en realidad el gasto público aumentó sólo 2.2% del producto, cuando hacía falta mucho más para lograr detener los impactos del colapso de la industria estadounidense y del congelamiento del sector de la construcción. Había recursos en dólares que se guardaron en un momento en el que podían haberse utilizado sensata y provechosamente. No se aprovecharon. En realidad quien los aprovechó fue el gobierno estadounidense y no nosotros (Delgado, 2010).

Bibliografía

Arestis, Philip y Malcolm Sawyer (2001), "Money, Finance and Capitalist Development", en Arestis, P. y M. Sawyer (eds.), *Money, Finance and Capitalist Development*, Northampton, Edward Elgar.

Banco de México (2009), *Anuncio de política monetaria*, 16 de enero, 20 de febrero, 20 de marzo, 17 de abril, 15 de mayo, 19 de junio, 17 de julio, 21 de agosto, 18 de septiembre, 16 de octubre y 27 de noviembre, disponi-

ble en <www.banxico.org.mx/dyn/informacion-para-laprensa/comunicados/politica-monetaria/boletines/>.

Bibow, Jörg (2010), *A post keynesian perspective on the rise of central bank Independence, a dubious success in Monetary Economics*, Working Paper, núm. 625, The Levy Economics Institute of Bard College.

Bernanke, Ben (2010), *Japanese Monetary Policy, a case of selfinduced paralysis?* ASSA meetings, Boston, January 9.

Bernanke, Ben (2010a), *On the implications of the Financial Crisis for Economics,* Conference co-sponsored by the Bendheim Center for Finance and the Center for Economic Policy Studies, Princeton, New Jersey, September 24.

Bernanke, Ben (2010b), *The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice*, Speech at the Federal Reserve Bank of Boston 56th Economic Conference, October 15, disponible en <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20111018 a.htmA.

Bernanke, Ben (2012), *Monetary Policy since the onset of the Crisis*, Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 31.

Bernanke, Ben and Mark Gettler (1999), *Monetary Policy and Asset price Volatility,* Conference at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August.

Boyer, Robert (2010), "La crisis actual a la luz de los grandes autores de la Economía Política", en *Economía, Teoría y Práctica*, núm. 33, julio-diciembre.

Carstens, Agustín y Luis I. Jácome (2005), "Latin American Central bank reform, progress and challenges", en *IMF Working Papers* 05/114, Washington.

CEPAL (2010), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2009-2010, Impacto distributivo de las políticas públicas*, Santiago de Chile.

De Grauwe, Paul (2011a), *The European Central Bank as a lender of last resort*, VoxEU, disponible en <www.voxeu.org/article/european-central-banklender-last-resort>.

De Grauwe, Paul (2011b), Why the ECB refuses to be a Lender of Last Resort, VoxEU, disponible en <www.voxeu.org/article/why-ecb-refuses-belender-last-resort>.

Delgado, Orlando (2012), "La Reserva Federal de EU, lecciones para México", *Proceso en línea, 2010*, disponible en zwww.proceso.com.mx/?p=99244>, consultado el 12 de abril.

Dow, Sheila (2012), "Different approaches to the Financial Crisis", en *Economic Thought # 1*, 2012, World Economic Association.

Draghi, Mario (2012), *Letter to Sven Giegold, Member of the European Parliament*, April 2, disponible en <www.ecbint/pub/pdf/other/120402/letter>, consultado el 11 de abril de 2012.

Eichengreen, Barry, Kevin O'Rourke, Miguel Almunia, Agustín S. Bénétrix y Gisela Rua (2009), *The effectiveness of Fiscal and Monetary stimulus in depressions*, VoxEU, disponible en <www.voxeu.org/article/effectiveness-fiscal-and-monetary-stimulusdepressions>.

European Central Bank (2012), *Key ECB interest rates*, Frankfurt, disponible en <www.ecb.europe.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>.

Eurostat (2013), *News release, Euroindicators*, 74/2013, 15 mayo, disponible en <www.epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-150513AP/EN/2-15052013-AP/EN/2-15052013-AP-EN.pdf>.

Farrel, Henry y John Quiggin (2012), *Consensus, Dissensus and Economic Ideas, the rise and fall of Keynesianism during the Economic Crisis*, disponible en <www.henryfarrel.net/Keynes.pdf>, consultado el 2 de abril de 2012.

Federal Open Market Comitee (FOMC) (2013), Statement, may 13, disponible en <www.federalreserve.gov/newsevent/press/monetary/20130501a.htm>.

Federal Reserve Board (2009), Press Release, June 25, disponible en <http://federalreserve.gov/newsevent/press/bcreg/20091030a.htm>.

Federal Reserve Press Release (2008), *Joint Statement by Central Banks*, October 7.

G 20 (2008), *Declaration,* Washington, November 15, disponible en <www.g20.org/pub_communiques.aspx>.

Geraats, Petra, Francesco Giavazzi y Charles Wyplosz (2008), *ECB credibility unprecedentedly low*, VoxEU, disponible en <www.voxeu.org/article/ecb-s-low-inflation-credibiliry-how-fixproblem>.

International Monetary Fund (2012), *World Economic Outlook, Coping with High Debt and Sluggish Growth*, April, disponible en <www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/>.

Koo, Richard C. (2009), *The Holy Grial of Macroeconomics, Lessons from Japan's Great Recession*, Hoboken, N.J., John Wiley & Sons Inc.

Krugman, Paul (2013), *End this depression Now!*, Princeton University Press, New York.

Lucas, Robert (2003), *Macroeconomic priorities, Presidential Address to the American Economic Association*, January 10, disponible en <www.home.uchicago.edu/~sogrodow/homepage/padress03.pdf>.

Posen, Adam (2000), "Introduction, Financial Similarities and Monetary Differences", en Posen, Adam and Ryoichi Mikitami (eds.), *Japan's Fi-*

nancial Crisis and its Parallels to the US experience, Institute for International Economics, Special Report 13.

Posen, Adam (2010), "The realities and relevance of Japan's Great Recession, neither Ran nor Rashomon", *Working Papers Series 10-7,* 2010, Peterson Institute for International Economics.

Romer, Christina (2013), "It takes a regime shift, recent developments in Japanese monetary policy through the lens of the Great Depression", NBER *Annual Conference on Macroeconomics*, April 12.

Silva Moreira, T.B. y F.A. Ribeiro Soares (2012), "Brasil, crisis financiera internacional y políticas anticíclicas", en *Revista de la CEPAL* 106, abril, Santiago de Chile.

Stiglitz, Joseph (2013), *The promise of Abenomics, Project Syndicate*, April 5, disponible en <www.project-syndicate.org/print/shinzo-abe-andsoaring-confidence-in-japan-by-joseph-stiglitz>.

Toporowski, Jan (2011), "El Banco Central como fondo de cobertura, la nueva política económica del banco central", en *Ola Financiera*, núm. 10, septiembre-diciembre, disponible en <www.olafinanciera.unam.mx>.

Trichet, Jean-Claude (2010), *Austerity equals Confidence*, CNBC, disponible en <http://www.cnbc.com/38987325>.

Segunda sección

Responsabilidades macroeconómicas de la hacienda pública

Política fiscal procíclica en México

Eduardo Ramírez Cedillo*

Introducción

En los últimos años la respuesta fiscal a las fluctuaciones cíclicas del ingreso por parte de diferentes economías en vías de desarrollo ha consistido en realizar acciones que traen consigo una postura contracíclica en el mejor de los casos o la moderación de su postura procíclica, lo cual permitió que se pudiera atenuar la fase recesiva derivada de la crisis de los subprime de 2008, que no ha podido ser superada del todo. Para Latinoamérica se han generado diferentes estudios como son los de Ocampo y Malagón (2011), Machinea *et al*. (2012) y Celasun *et al*. (2015), en los cuales se documenta la procíclidad de la postura fiscal en la región y en algunos casos la reversión temporal a dicha postura.

Para diferentes autores es claro el efecto negativo que tiene una postura fiscal procíclica (McManus y Oznan, 2015), así como las limitantes para que países de medianos o bajos ingresos puedan salir de dicha postura (Calderón *et al*., 2016) que principalmente es asociada a la política de gasto que mantienen dichas economías (Gavin y Perotti, 1997; Kaminsky *et al*., 2004; Alesina y Tabellini, 2005; Martner, 2007; Ocampo, 2011; Abbott y Jones, 2013). Parece existir un acuerdo del tipo de reacción que tiene que presentar la política fiscal de acuerdo con el ciclo económico del ingreso, se supone como deseable tener una mayor intervención en los tiempos malos y menor en los tiempos buenos (Alesina, 2012), lo cual resulta de una lógica económica irrefutable, pero en ocasiones es posible que en los buenos tiempos se tenga mayor presencia del Estado, lo que puede condicionar su actuación en los malos tiempos que es donde se requiere su intervención.

La capacidad discrecional que tienen los tomadores de decisiones, acompañada del bajo desarrollo institucional que se tiene en los países de bajos

* Profesor-investigador en la Universidad Autónoma Metropolitana-Iztapalapa.

ingresos, normalmente conduce a una política expansiva en momentos en los cuales ya no es necesaria. Cómo deben ser entendidos los malos y los buenos tiempos, básicamente cuando la actividad económica observada está por debajo de la actividad potencial, estará en el primer caso, mientras que cuando la actividad económica observada se ubica por arriba de la potencial, estaría en el segundo caso, la diferencia entre el PIB observado y el tendencial da como resultado el ciclo económico.

La forma en que se trata de garantizar que la política fiscal sea sustentable y mantenga postura contracíclica consiste en la adopción de reglas de política y/o el establecimiento de estabilizadores automáticos cuyo objetivo consiste en limitar la toma de decisión discrecional. Es importante tener en cuenta que limitar la discrecionalidad no es sinónimo de mantener la disciplina fiscal en el corto plazo, el uso de estabilizadores automáticos puede garantizar el equilibrio fiscal en el largo plazo, donde se compensen los déficits y superávits fiscales, considerando que en los malos tiempos el saldo fiscal sería deficitario y en los buenos tiempos se esperaría superavitario. El objetivo de una postura fiscal contracíclica consistirá en mantener estable la tasa de crecimiento económico, manteniendo los niveles de consumo e inversión sin movimientos abruptos, la idea consiste en tratar de aplanar las fluctuaciones cíclicas que presenta la actividad económica.

En México al igual que en otras economías de la región se tomaron acciones para tratar de paliar los efectos de la crisis financiera de la primera década del presente siglo. Las acciones en materia fiscal por parte del gobierno federal consistieron en romper con la disciplina fiscal que se había mantenido desde el año de 1983 y se dio paso al gasto deficitario resultado de una caída de los ingresos petroleros y la ampliación del gasto, la estrategia tuvo resultados cuestionables en materia de tasas de crecimiento, ya que no se pudo romper con la trampa que ha significado la tasa del 2.6%, que parece insuperable.

El objetivo del presente capítulo consiste en actualizar el análisis presentado por el autor en dos documentos previos (Ramírez, 2006, 2012), ampliando la cobertura temporal y el análisis de diferentes series de gasto e ingreso, así como los saldos fiscales presupuestales y primarios; lo anterior porque existe evidencia que apunta a un cambio de postura fiscal en los últimos años. En este sentido, lo que resta del capítulo se compone de un apartado en el cual se da una explicación respecto del ciclo económico y la relación con la política fiscal, para continuar con una exposición respecto de la postura fiscal y los elementos que la conducen a ser contracíclica o procíclica. Posteriormente se analiza el ciclo económico de México y su postura fiscal mediante datos trimestrales para el periodo de 1980-2016, después se revisan dos alternativas de programas públicos que coadyuvan a lograr y mantener una postura fiscal contracíclica; y finalmente se presentan la conclusión.

El ciclo económico y la política fiscal

La visión respecto del ciclo económico podría ser tan compleja o simple como se deseé, Lerner (1957:264) expone que el ciclo económico es lo que experimenta una economía en la cual no se practica una política de pleno empleo, siendo resultado de un gasto insuficiente o excesivo. Hansen (1966: 16) menciona que "el análisis del ciclo tiende a reforzar la opinión de que una vez que un movimiento ha comenzado en una dirección, tiende a acumularse y fortalecerse hasta un punto determinado más allá del cual las fuerzas generadoras se debilitan hasta que se inicia un movimiento en dirección opuesta". Por su parte, Shumpeter (1997:214) indica —respecto a la periodicidad del ciclo—, que cada auge va seguido por una depresión y la depresión por un auge, agregando que la finalización del auge y el comienzo de la depresión está en función del tiempo que debe mediar antes de la aparición en el mercado de las nuevas empresas, y el auge sucederá a la depresión una vez que se hayan absorbido las innovaciones.

Shafer (1928) describe que el auge del ciclo se genera por la creación de medios de pago adicionales a las tenencias monetarias iniciales, el autor denota dos canales mediante los cuales se genera dicha posibilidad: el crédito mercantil y el crédito bancario. El primero es definido como el crédito que otorgan los fabricantes a sus compradores y permite que los precios de venta de las mercancías puedan ser más altos sin detrimento de la colocación de las mismas en el mercado.[1] El crédito bancario supone la creación de dinero, lo que crea poder adquisitivo que permite a los productores ampliar su capacidad para ganar dinero. Al ampliar el poder adquisitivo de los compradores y dado su competencia por los productos se da como resultado un incremento de precios,[2] si los consumidores quieren mantener su nivel de vida recurrirán a más crédito. Como se puede deducir, la ampliación del crédito implica ganar de forma equivalente más dinero, pero existe un problema y es el límite en la generación de poder adquisitivo a través de crédito.

El límite a decir de Shafer (1928) se inicia en el crédito bancario y posteriormente se da en el crédito mercantil. Es el momento de pagar los créditos lo que implica perder dinero, los precios de los productos caen de forma brusca, las ganancias monetarias son negativas y las industrias desaceleran

[1] La idea de incrementar los precios consiste en el deseo de ganar dinero y este deseo cuando se hace realidad para un grupo relevante de la sociedad se asocia con la prosperidad.

[2] Shumpeter (1927) hace una diferencia sustancial entre la inflación generada por la acción del gobierno y la derivada del proceso de ampliación del crédito. En el primer caso la inflación es indefinida, salvo que sea resuelta de manera distinta y dolorosa, mientras que en el segundo caso se rectificará de forma automática, terminando en un proceso de autodeflación, resultado de un proceso de innovación que tendrá por consecuencia una mayor productividad

su actividad y se genera un escenario de depresión. A decir de Shumpeter (1927), los periodos de depresión son aquellos en los cuales se han dado cambios en los sectores productivos como resultado de nuevas plantas industriales, lo cual amplia la cantidad de oferentes llevando a periodos de deflación que son agravados por el nerviosismo de los bancos, que anticipan dificultades de pago por parte de los tenedores de los créditos.

En la perspectiva de Keynes (2003:299), el ciclo podría ser entendido de la siguiente manera:

> […] al progresar el sistema en dirección ascendente, las fuerzas que lo empujan hacia arriba al principio toman impulso y producen efectos acumulativos unas sobre otras, pero pierden gradualmente su potencia hasta que, en cierto momento tienden a ser reemplazadas por la operación en sentido opuesto; las cuales, a su vez toman impulso por cierto tiempo y se fortalecen mutuamente hasta que ellas también, habiendo alcanzado su desarrollo máximo, decaen y dejan su sitio a sus contrarias.

De acuerdo con Keynes (2003:300-301), la tendencia ascendente o descendente puede persistir indefinidamente en la misma dirección una vez iniciada, pero en algún momento terminará por revertirse, teniendo una cierta regularidad en la secuencia de las variaciones. Él argumenta que las variaciones se deben a cambios cíclicos en la eficiencia marginal del capital, sin dejar de lado otras variables importantes de corto plazo del sistema económico.

En el largo plazo se supone que la economía crece a un ritmo tendencial, que puede estar sujeta a cambios de corto plazo donde se puede estar por arriba o por debajo de la tendencia. La interpretación que hace Kalecki (1984: 19-24) sobre el ciclo económico, se relaciona con la demanda por bienes de inversión, cuando se incrementan los pedidos de dichos bienes se da una ampliación en la actividad inversora, hasta el momento en que la demanda de inversión supera el nivel de necesidades de reposición originando una disminución en los pedidos de bienes de inversión. Kalecki divide el ciclo económico en cuatro etapas: recuperación, auge, recesión y depresión.

En la fase de recuperación se supone que los pedidos de bienes de inversión superan el nivel de las necesidades de reposición sin que el equipo de capital se haya expandido aún; en el auge las entregas de nuevo equipo superan las necesidades de reposición y como consecuencia el equipo de capital empieza a expandirse, en esta etapa comienza una disminución en los pedidos y posteriormente su caída; en la recesión los pedidos de bienes de inversión están por debajo de las necesidades de reposición, pero el equipo de capital sigue creciendo por el retraso en las entregas; por último,

en la depresión las entregas de nuevo equipo están por debajo del nivel de las necesidades de reposición y con ello se reduce el volumen de equipo de capital, que en algún momento incidirá a un nuevo incremento en los pedidos de bienes de capital, comenzando nuevamente el ciclo.

Siguiendo a Kalecki (1984:43), el componente de auge para una economía consiste en la creación de "poder adquisitivo adicional" que tendrá la gran virtud de poner en movimiento el mecanismo al alza, papel que puede jugar el gobierno. Cuando el gobierno emite bonos y son colocados en el sistema bancario, los bancos recurren a sus reservas para comprar la emisión, una vez que el gobierno comienza a invertir en infraestructura genera dos tipos de efectos: en la industria de los bienes de inversión y también en la de bienes de consumo. La cantidad adicional introducida a la economía por el gobierno llega a los capitalistas como beneficios y regresa a los bancos como depósitos listos para adquirir la nueva emisión de bonos que seguirán financiando el gasto en infraestructura pública. Para que esta estrategia de auge pueda tener éxito es absolutamente necesario que se dé la creación de nuevo poder adquisitivo, para ello es indispensable que el banco central adopte una política acomodaticia que no incida en el incremento de la tasa de interés hasta algún nivel en que pueda desincentivar la inversión de los agentes privados, si esto sucede tan sólo se estará dando un *crowding-out*.

Con la intención de brindar mayor claridad respecto a la comprensión del ciclo Burns y Mitchell (1946:3), acuñan una definición que se ha generalizado de forma amplia y a la letra dice:

> Los ciclos económicos son un tipo de fluctuación encontrada en la actividad económica agregada de las naciones que organizan su trabajo principalmente en empresas comerciales: un ciclo consiste en expansiones que ocurren en aproximadamente el mismo tiempo en muchas actividades económicas, seguidas generalmente de recesiones, contracciones y reactivaciones que se conectan con la fase de expansión del ciclo siguiente; esta secuencia de cambios es recurrente pero no periódica; la duración de los ciclos económicos varía de más del año a diez o doce; no son divisibles en ciclos más cortos de carácter similar con amplitudes que se aproximan a las suyas.

De acuerdo con los autores, la definición intenta hacer una diferenciación respecto de las fluctuaciones en la actividad económica agregada que se observaron antes del surgimiento de la economía empresarial, por una parte, y también de otro tipo de fluctuaciones posteriores a dicho surgimiento, dando así la idea de que los ciclos económicos son el resultado en cierta medida del comportamiento empresarial, lo que es consistente con los planteamientos del Shumpeter, Keynes y Kalecki.

Si se parte de la idea que la inflación apresura el crecimiento económico y la deflación lo obstaculiza (Shumpeter, 1997:225), la mejor intervención de la política económica consistiría en controlar dichos desequilibrios. Lerner (1957:110), a tal respecto menciona que una de las responsabilidades que tiene el Estado es impedir tanto la inflación como la deflación, lo que se podría interpretar como la conducción o administración del ciclo económico, donde no cabe la idea de mantener la estabilidad de las finanzas públicas. Desde los años posteriores a la Gran Depresión de 1929, diferentes planteamientos a favor del gasto deficitario han sido desarrollados, tal es el caso de Myrdal (1939), quien aclara que desbalancear el presupuesto durante una recesión es una necesidad práctica, siendo buenas las razones económicas generales para el gasto deficitario durante las depresiones.

La relación del ciclo económico y la política fiscal tienen que ver con los cambios que sufren los flujos de ingresos y egresos públicos de acuerdo con la fase del ciclo. En el caso de los ingresos del gobierno correspondientes a la extracción impositiva, es de esperarse que en las etapas de auge los flujos de ingreso sean mayores, siendo menores en las fases de recesión y depresión. Por su parte, los gastos —por lo menos en términos relativos— serán menores en el auge y mayores en las fases descendentes.

Sin la intervención discrecional por parte de las autoridades fiscales los saldos de las finanzas públicas en el auge serían superavitarias y deficitarias en las depresiones, dando por resultado un equilibrio fiscal de largo plazo. No obstante, como lo menciona Myrdal (1939):

> El principal problema técnico de la política fiscal en el ciclo económico es [...] diseñar fórmulas para las finanzas públicas que, como parte del sistema regular, dejen espacio para el gasto deficitario durante las depresiones asegurando la acumulación de los superávits correspondientes en los años buenos.

En la actualidad el problema técnico aludido por Myrdal se ha tratado de solucionar estableciendo reglas y diseñando estabilizadores automáticos que limiten la toma de decisiones discrecionales y mejoren el desarrollo institucional, sobre todo en economías de bajos y medianos ingresos.

Postura de la política fiscal: contracíclica versus procíclica

La naturaleza económica de la política fiscal frente al ciclo económico consistiría en una postura fiscal contracíclica que implicaría la ejecución de un déficit fiscal considerable, cuando las condiciones económicas son malas, y déficit fiscal pequeño o superávit en tiempos de bonanza. En fases de

crecimiento, los ingresos públicos del Estado crecen de forma rápida, mientras que sus gastos son menores en virtud de que las erogaciones destinadas a la asistencia social y al desempleo observan en condiciones normales una tendencia a la baja, lo que hace que el saldo en la balanza pública se incline al superávit. Lo contrario ocurre en los periodos de desaceleración, recesión o bien crisis económica, los ingresos van a la baja y la presión sobre los programas destinados a evitar los estragos del desempleo se intensifica obligando al gobierno a incrementar su presencia en la economía (Martner, 1999).

Dado lo anterior, es posible pensar que la normalidad y la lógica económica dibujan dos comportamientos cíclicos contrarios en cuanto a gasto e ingresos públicos se refiere. En el primer caso se supondría un flujo contrario al ciclo económico y en el segundo el flujo sería positivo a los movimientos del ciclo. Lo que posibilita los escenarios deficitarios y superavitarios y con ello una postura fiscal contracíclica. En los casos en que las decisiones en materia de política fiscal sigan una lógica económica se podrá contar con la postura fiscal mencionada.

El problema es que en ciertos momentos no es la lógica económica la que prevalece en la toma de decisiones sino la lógica política, con lo cual es posible que el no atender la buena marcha del ciclo económico y gastar más en expansión, imposibilite seguir gastando en recesión. Las intervenciones discrecionales de los operadores de la política fiscal de acuerdo con sus decisiones acaban determinando la postura fiscal. Algo común que pasó en Latinoamérica y en México fue que la adopción de la postura procíclica comenzó en la fase ascendente del ciclo y eso condicionó dicha postura en la fase descendente, además que los desajustes se dieron principalmente por el lado de los flujos de egresos más que por los ingresos, generando una condicionante de gasto público procíclico.

El gasto procíclico se produce cuando los gastos del gobierno aumentan a un ritmo más rápido que los ingresos en una recuperación económica, pero se reducen a un ritmo más rápido en una recesión. Las políticas de subsidio y empleo se ejecutaron en momentos en que la economía está creciendo por su propia dinámica y se limitaron cuando no se tuvo la solvencia necesaria y se procedió a los ajustes del gasto. La postura procíclica regularmente se inicia con el incremento del ingreso nacional, la percepción de la población ante los excedentes es que deben gastarse y los ciudadanos y grupos de interés comienzan a presionar por un mayor gasto público (Abbott y Jones, 2013). Los votantes racionales no confían en los gobiernos corruptos con recursos disponibles, por lo que de acuerdo con Alesina *et al*. (2008), cuando los votantes se dan cuenta de que el gobierno tiene ingresos excedentes van a exigir beneficios inmediatos a través de recortes en los impuestos, ampliación del gasto o transferencias gubernamentales, ya que de lo contrario

el gobierno tomará para sí los beneficios, ante esta demanda de los votantes los gobiernos no son capaces de acumular en los buenos tiempos.

Los gobiernos también tienen incentivos propios para aumentar el gasto, por un lado está su motivación de logro relacionada con la conducción de la economía y, por otro, el motivo electoral que pretende generar empatías con los votantes mediante transferencias (Abbott y Jones, 2013). Los grupos gobernantes están interesados en conservar su coto de poder y por lo tanto instrumentan medidas de corte populista con el afán de mantener la aceptación de los votantes. A medida que las condiciones en un país mejoran, los votantes exigen menores impuestos y mejores servicios públicos, con lo que se incrementa el gasto de gobierno durante los tiempos de prosperidad y se cae en un excesivo endeudamiento que limitará el gasto en la recesión. Las demandas de los votantes y la miopía de la política fiscal son una vía que conduce a la prociclidad de la política fiscal, que en la mayoría de los casos se da por el lado del gasto de acuerdo con Alesina y Tabellini (2005), pero que no necesariamente son los elementos principales, para los autores la corrupción que impera en los países en desarrollo se configura como el principal factor, aun por encima de las restricciones crediticias.

Las presiones políticas para incrementar el gasto de gobierno en momentos de auge, de acuerdo con Talvi y Végh (2000), impiden que el gobierno pueda acumular superávit fiscal que se supone necesario para poder llevar a cabo una política contracíclica, en este sentido se piensa que el gobierno debería reducir las tasas impositivas para aminorar sus ingresos y con ello contener el sobregasto derivado de las presiones políticas (Braun y Di Gresia, 2003). De acuerdo con esta percepción, si se controlan los ingresos a la baja se puede controlar el gasto, con la intención de generar suficiente ahorro y utilizarlo en los malos tiempos. En esencia el argumento intenta regular la política fiscal para evitar las presiones políticas y sobre todo permitir que en tiempos malos se pueda ampliar el gasto sin que se tengan limitaciones por la carencia de créditos.

Un país que en una fase expansiva ejerció déficit o un superávit —no correspondiente con las tasas de crecimiento— es posible que se vea sujeto a seguir manteniendo su postura procíclica, como es el caso de países de bajos ingresos o en vías de desarrollo que no cuentan con el desarrollo institucional que permita el correcto manejo del gasto de acuerdo con el ciclo de la economía (Woo, 2009; Kaminsky *et al.*, 2004; Calderón *et al.*, 2016).

Es posible pensar que los países que presentan o adoptan posturas procíclicas o contracíclicas las mantienen a lo largo del ciclo, cuando así ocurre se dice que se tiene un comportamiento simétrico, pero en algunos casos es posible que se presenten asimetrías, lo cual implica que se tiene una postura en la fase expansiva y otra en la recesiva. De acuerdo con Huart

(2012), cuando se presenta dicha asimetría en general tiene el siguiente comportamiento: procíclica en los buenos tiempos y contracíclica en los malos tiempos, registrándose poca o nula evidencia en el sentido contrario. Sorensen y Yosha (2001) mencionan que la asimetría puede estar relacionada con las restricciones al mercado crediticio, reglas presupuestarias equilibradas, la falta de disciplina presupuestal en los momentos de auge y la existencia de partidos políticos que intentan influir en los votantes o condicionar a futuros gobiernos.

Como se puede discernir de lo expuesto con anterioridad, la política fiscal debería normalmente presentar un comportamiento contracíclico, pero es la discrecionalidad de los tomadores de decisiones respecto al gasto quienes pueden incidir de forma negativa en ese comportamiento, aunado a una economía con ausencia de reglas claras, observables y sujetas a cumplimiento.

Un principio deseable en el manejo del ciclo de acuerdo con Alesina (2012) es la suavización impositiva, lo que implicaría se deje que el déficit se incremente durante la recesión y sea compensado con los superávits durante la expansión. Es poco deseable incrementar los impuestos en la recesión y recortarlos en la expansión. Por el lado del gasto lo mejor es consolidar estabilizadores automáticos tales como las compensaciones por desempleo, que se espera lleven a situaciones de gasto deficitario en los momentos de desaceleración y recesión económica, siendo menor el gasto conforme la economía mejore su desempeño. De acuerdo con Alesina (2012), el mantener reglas presupuestarias de equilibrio de forma anual es una mala idea porque va en contra del principio de suavización tributaria y de los estabilizadores automáticos.

México: el ciclo económico y su respuesta fiscal

Como se comentó en la introducción, el presente capítulo tiene por objetivo actualizar un par de trabajos realizados para el caso de México por quien suscribe estas líneas. En dichos textos de una forma simple se determinó la postura fiscal para México usando el filtro de Hodrick y Prescott, que consiste en determinar el ciclo económico del PIB y de las variables fiscales con la intención de valorar la postura fiscal del país. En Ramírez (2006) se exploró el periodo de 1980 a 2004 con datos trimestrales para el PIB y cuatro variables fiscales (gasto total, gasto primario, ingreso total, ingreso tributario), de las cuatro variables, tres resultaron procíclicas, mientras que los ingresos totales fueron acíclicos, se concluyó que la razón de que el gasto total ten-

ga esa postura se debe principalmente a la falta de estabilizadores automáticos por el lado del gasto.

En Ramírez (2012) se realiza un ejercicio similar, pero para un periodo de 1980-2010, utilizando en este caso seis variables fiscales (por el lado del gasto: el programable, el corriente y el de capital. Por el lado del ingreso: los tributarios, los correspondientes al ISR y al IVA). Los resultados son coincidentes con los encontrados para Latinoamérica (Ocampo y Malagón, 2012; Machinea *et al*., 2012; Celasun *et al*., 2015), el gasto programable resulta procíclico para todo el periodo, mientras que todas las distribuciones de gasto lo son en los años correspondientes al siglo pasado, mientras que en los años correspondientes al siglo actual reducen su prociclidad e incluso en el caso del gasto de capital logra ser ligeramente contracíclico, lo anterior auspiciado por un incremento en el gasto en toda la década de 2000 a 2010 y el estímulo fiscal a finales de dicha década con motivo de la crisis de los subprimes.

En los últimos años del periodo de estudio se dio una política fiscal que observó déficits fiscales persistentes que se dieron como respuesta a la caída de los precios del petróleo y al mantenimiento e incremento del gasto público, en el siguiente apartado se exploran las series fiscales en una cobertura temporal de 1980 a 2016, con la intención de valorar los cambios observados en relación con los trabajos anteriores.

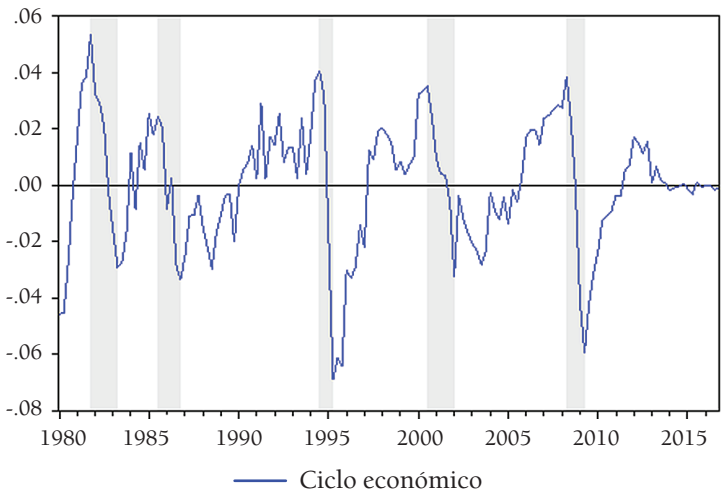
Un breve análisis del ciclo, déficit fiscal, gasto e ingresos

Empleando el filtro de Hodrick y Prescott (1997),[3] en la determinación del ciclo económico para México (gráfica 1), se puede apreciar volatilidad del mismo principalmente en el periodo de 1980 a 2012, después de ese año y hasta 2016 se observa menor dispersión. En los 37 años se pueden observar cinco periodos recesivos correspondientes a la crisis de la deuda de los ochenta, la crisis cambiaria y bancaria de mediados de los noventa y los dos *shoks* externos de la primera década del presente siglo.

Como se comentó en las secciones previas, de acuerdo con el ciclo económico, el resultado fiscal debería de ser deficitario en la parte baja y superavitario en la parte alta. Esto se cumpliría siempre y cuando la economía contara con estabilizadores automáticos y ante la ausencia de decisiones discrecionales por parte de los *policy makers,* quienes podrían en algunos casos llevar la postura fiscal a ser procíclica o bien de mayor connotación contracíclica, lo anterior en función de las decisiones adoptadas.

[3] Una descripción del uso del filtro puede ser encontrada en Ramírez (2006).

GRÁFICA 1
CICLO ECONÓMICO PARA MÉXICO
(1980-2016)



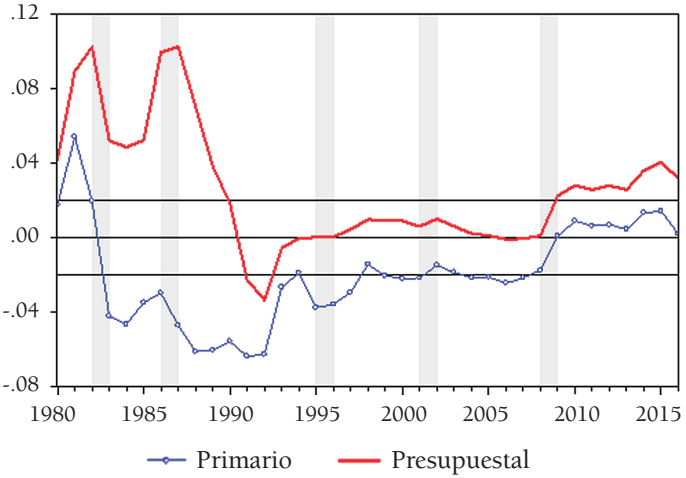
FUENTE: elaboración propia con datos del Banxico.

Analizando el comportamiento del sector público mexicano (gráfica 2), se pueden destacar dos aspectos importantes: la postura fiscal adoptada en épocas de crisis en los años anteriores al siglo actual y cómo en plena crisis se procedía a un endurecimiento de las finanzas públicas; mientras que en los dos últimos escenarios (2001-2009) se flexibilizó. Después de muchos años (desde 1983) de mantener superávit primario y como resultado de la crisis de 2008 se abandona la restricción fiscal y se decide incurrir en déficit primario.

En la gráfica 3 se presenta el gasto presupuestal y el gasto primario del sector público. Es necesario recordar que a nivel federal las finanzas públicas se pueden presentar explícitamente para el gobierno federal o bien adicionar las finanzas de los organismos y empresas que tiene el Estado, con lo cual se consolidan las finanzas públicas del sector público. Adicional a las partidas de gasto se presentan también los ingresos que devienen del gobierno federal y de los organismos y empresas.

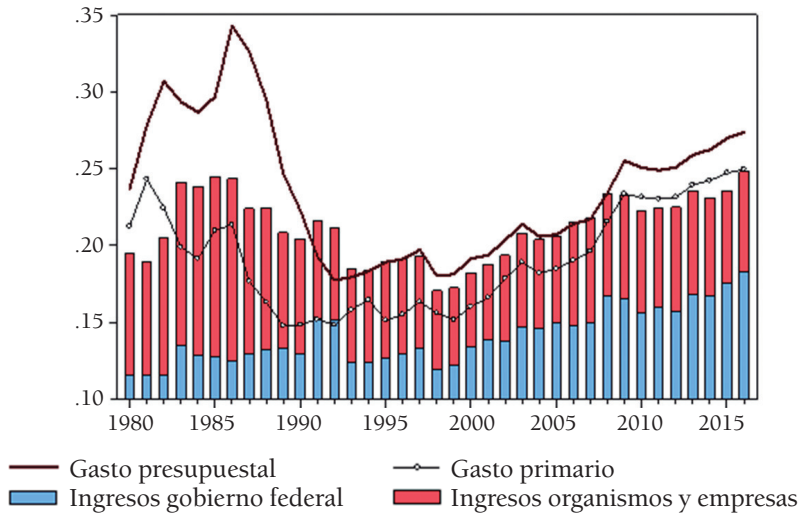
Como se puede apreciar en la gráfica 3, las finanzas públicas después de los estragos de la crisis de la deuda y los programas de estabilización se mantuvieron considerablemente disciplinadas, tanto a nivel presupuestal como a nivel primario de 1991 a 2008. En dicho periodo la dinámica promedio de crecimiento económico en términos reales fue de 2.84%, siendo inferior el logrado después de 2008, que en promedio fue de 2.13 por ciento.

GRÁFICA 2
DÉFICIT DEL SECTOR PÚBLICO COMO PROPORCIÓN DEL PIB
(+ DÉFICIT, - SUPERÁVIT)
(1980-2016)



FUENTE: elaboración propia con datos del Banxico.

GRÁFICA 3
GASTO PRESUPUESTAL Y PRIMARIO, INGRESOS DEL GOBIERNO FEDERAL Y DEL SECTOR PARAESTATAL COMO PROPORCIÓN DEL PIB
(1980-2016)

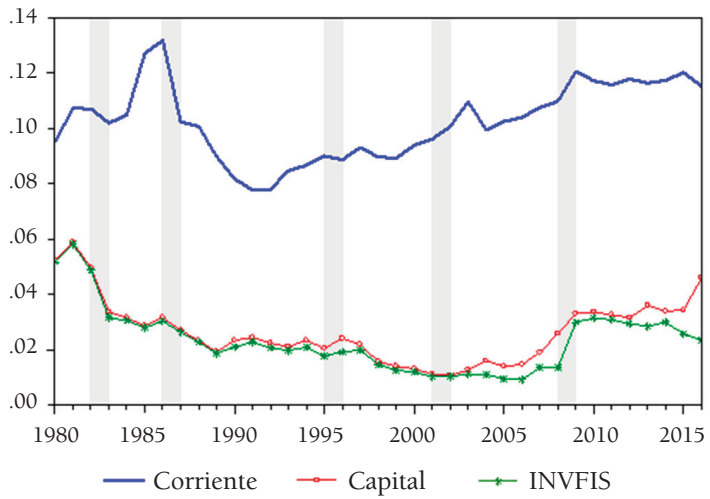


FUENTE: elaboración propia con datos del Banxico.

El problema de la tasa de crecimiento de la economía mexicana que es acompañada de un déficit permanente, consiste en un posible problema de sobreendeudamiento, generado en virtud de que la deuda crece a un ritmo más rápido que la actividad económica y la sumerge en la disyuntiva sobre la eficiencia con la cual se están erogando y aplicando los recursos deficitarios.

El déficit tiene que ver con el incremento del gasto público y la reducción de los recursos que por concepto de hidrocarburos recibía el gobierno federal. En 1991 se registra la participación más baja del gasto corriente en relación con el PIB al situarse en 7.78%, pasando al 11% en 2008 y al 11.53% en 2016; el gasto destinado a la inversión física se continuó ajustando a la baja por lo menos hasta 2006, año en el cual se da un impulso que es reforzado por la crisis de 2008, como se puede apreciar en la gráfica 4.

GRÁFICA 4
GASTO PÚBLICO[4] COMO PROPORCIÓN DEL PIB
(1980-2016)



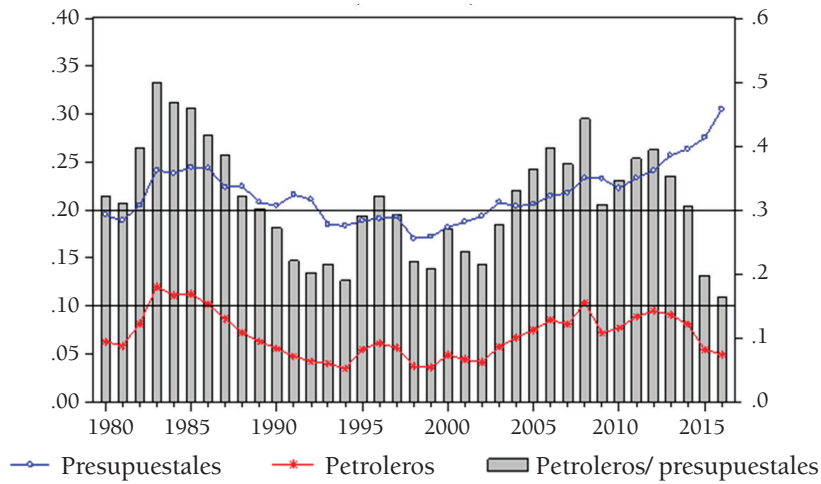
FUENTE: elaboración propia con datos del Banxico.

A la vez que se comenzó con una política de gasto más agresiva, las finanzas públicas resintieron el impacto de la caída de los precios del petróleo. En 2008 los ingresos por concepto de hidrocarburos representaron poco más del 10% del PIB y más del 44% de los ingresos presupuestales, para 2016

[4] Los rubros de gasto presentados no consideran los correspondientes a las transferencias netas y la inversión física es parte del gasto de capital.

representaban poco más del 4% del PIB y de poco más del 16% de los ingresos (véase la gráfica 5), lo cual como ya se comentó coadyuvó a los ejercicios deficitarios al no ajustar los gastos a la reducción de los ingresos.

GRÁFICA 5
INGRESOS PRESUPUESTALES Y PETROLEROS COMO PROPORCIÓN DEL PIB
Y PROPORCIÓN DE LOS INGRESOS PETROLEROS SOBRE LOS INGRESOS PRESUPUESTALES
(1980-2016)

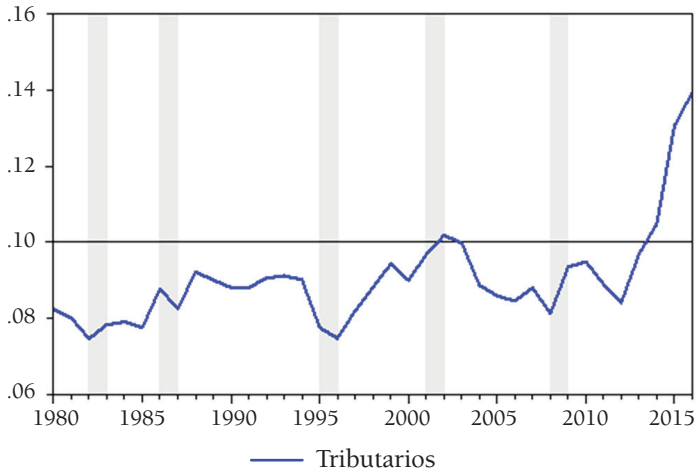


FUENTE: elaboración propia con datos del Banxico.

En la gráfica 6, correspondiente al nivel de ingresos, se puede apreciar la cantidad porcentual de ingresos tributarios del gobierno mexicano en relación con el PIB, mientras que hasta los noventa, en general los ingresos tributarios respondían relativamente al ciclo económico, en los últimos diez años la recaudación ha tratado de evadir la caída en la recesión a través de medidas administrativas como lo fue el programa denominado "Cuenta nueva y borrón", que como lo menciona Ramírez (2011) tuvo la virtud de incrementar la recaudación ante la recepción en 2001 de 1.4 millones de declaraciones nuevas; también se dieron algunas medidas cuantitativas relacionadas con el incremento de las tasas impositivas, como ocurrió en 2010. Pero el cambio sustancial se comienza después del año 2012 donde los ingresos tributarios dan un salto cuantitativo al pasar del 8.4% al 13.9% en el año 2016, una situación que parecía poco factible ya que históricamente se tenía una baja recaudación, el incremento de los impuestos resultó funcional para compensar la reducción de los ingresos petroleros.

Una de las estrategias que resultaron favorables para mejorar la tributación fue la incorporación de los medios electrónicos de tributación de

GRÁFICA 6
INGRESOS TRIBUTARIOS COMO PROPORCIÓN DEL PIB
(1980-2016)



FUENTE: elaboración propia con datos del Banxico.

forma obligatoria. En 2012 se puso en marcha el pago referenciado a la vez que se empezó a tener un control más exhaustivo del padrón de contribuyentes mediante el requerimiento de contar con la Fiel (firma electrónica avanzada) para tener acceso a la plataforma del SAT (Servicio de Administración Tributaria), en 2014 se hace obligatorio el sistema de pago referenciado tanto para personas físicas como para personas morales de acuerdo con el artículo 31 del CFF (Código Fiscal de la Federación). La medida tuvo por resultado el incremento de los contribuyentes activos, pasando de 33.5 millones en diciembre de 2010 a 56.8 millones en diciembre de 2016, como se puede apreciar en el cuadro 1.

LA POSTURA FISCAL ANTE EL CICLO ECONÓMICO

Con la intención de evaluar la postura fiscal ante el ciclo económico se realiza un estudio de diez variables fiscales para el periodo comprendido entre 1980 a 2016 con datos trimestrales. Las variables analizadas por el lado del ingreso son: los presupuestales, tributarios, el ISR (Impuesto sobre la Renta) y el IVA (Impuesto al Valor Agregado), mientras que por el lado del gasto: el presupuestal, programable, primario, corriente, capital e inversión física. Todas las variables son obtenidas del portal del Banco de México,[5] en todos

[5] <www.banxico.org.mx>.

CUADRO 1
CONTRIBUYENTES ACTIVOS
(MILLONES DE PERSONAS, 2010-2016)

Año	*Personas físicas*	*Asalariados*	*Personas morales*	*Total*
2010	11.57	20.58	1.32	33.47
2011	12.07	23.50	1.41	36.98
2012	12.44	24.53	1.50	38.47
2013	14.28	25.78	1.60	41.66
2014	15.64	28.94	1.69	46.28
2015	19.94	29.86	1.78	51.28
2016	22.24	32.70	1.85	56.79

FUENTE: elaboración propia con datos del Informe Tributario y de Gestión (SAT).

los casos se tomaron en términos nominales y en valores acumulables mensualmente, por lo que fue necesario deflactarlas, desestacionalizarlas y estimarlas de forma trimestral para compararlas con el ciclo económico.

La razón de haber elegido dichas variables consiste, por el lado del gasto, en tener el comportamiento amplio del gasto y realizar una distinción entre el gasto corriente, de capital y de inversión. En el caso de los ingresos se considera la totalidad de los ingresos presupuestales, los tributarios y de forma adicional su desagregación en el ISR y el IVA que teóricamente debería ser neutral.

La metodología que se utiliza para obtener las series del ciclo son las usadas en Ramírez (2006, 2012) y consisten en estimar el comportamiento cíclico de las variables a través del denominado filtro de Hodrick y Prescott (1997), y se compara con el ciclo económico para obtener el coeficiente de correlación y determinar la postura fiscal, siguiendo a Fiorito y Kollintzas (1993), se puede determinar si la postura fiscal durante el periodo fue procíclica o contracíclica, atendiendo las siguientes consideraciones:

si	$0 \leq \lvert \rho\ (t + i) \rvert \leq 0.2$	Acíclica
si	$\rho\ (t + i) \geq 0.2$	Procíclica
si	$\rho\ (t + i) \leq -0.2$	Contracíclica

donde $\rho(t + 1)$ es el coeficiente de correlación.

Y adicionalmente:

si	$0.5 \leq \lvert \rho (t+i) \rvert \leq 1$	La correlación se considera fuerte
o si	$0.2 \leq \lvert \rho (t+i) \rvert \leq 0.5$	La correlación se considera débil

En el cuadro 2 se presentan los resultados de la comparación del ciclo de las variables con el ciclo económico para todo el periodo y diferentes cortes en el tiempo. La idea de haber establecido subperiodos de acuerdo a cada una de las décadas puede ser un poco discrecional y tan sólo trata de mostrar una determinada evolución de la postura fiscal, en cambio el subperiodo de 1983 a 2008 tiene la característica de haber observado amplia disciplina fiscal al mantener los saldos fiscales primarios en todo momento superavitarios, el periodo de 2009-2016 denota un rompimiento temporal de la disciplina fiscal.

CUADRO 2
COEFICIENTES DE CORRELACIÓN RESPECTO AL CICLO ECONÓMICO

	1980-1990	*1990-2000*	*2000-2010*	*1983-2008*	*2009-2016*	*1980-2016*
Gasto						
Presupuestal	0.240	0.191	0.027	0.033	-0.205	0.142
Programable	0.527	0.574	-0.226	0.288	-0.302	0.342
Primario	0.582	0.626	-0.049	0.368	-0.175	0.427
Corriente	0.461	0.272	-0.002	0.189	-0.075	0.266
Capital	0.515	0.178	-0.363	0.049	-0.551	0.024
Inversión física	0.536	0.365	-0.588	0.037	-0.721	-0.004
Ingresos						
Presupuestal	0.018	0.287	0.490	0.320	0.142	0.229
Tributario	0.209	0.794	-0.225	0.446	-0.455	0.299
ISR	0.380	0.729	0.517	0.498	0.415	0.534
IVA	-0.007	0.094	0.761	0.192	0.565	0.186

FUENTE: elaboración propia, con datos del Banxico.

Del cuadro 2, se puede mencionar lo siguiente:

1. Para el periodo largo de 1980 a 2016, tres de las seis variables de gasto son débilmente procíclicas (programable, primario y corriente), siendo acíclicas las tres restantes (presupuestal, capital e inversión física).

En el caso de los ingresos, los presupuestales e impositivos también son procíclicos, siendo el ISR fuertemente procíclico y el IVA acíclico.

2. Al igual que en Ramírez (2012), salvo que en este caso para los datos del sector público en los periodos de 1980-1990 y 1990-2000, la gran mayoría de las variables de gasto son procíclicas, con excepción del gasto presupuestal y de capital. La prociclidad del gasto no tiene su origen en estos periodos, es posible pensar que comenzó en la década de los setenta enmarcada en una fase de auge y amplia derrama de recursos públicos. Lo que es indudable es que la postura procíclica en estos periodos responde a los programas de ajuste y de austeridad. Por su parte, las variables de ingreso en el segundo periodo son procíclicas y en el caso de los tributarios y el ISR fuertemente procíclicos.
3. En los periodos 2000-2010, 1983-2008 y 2009-2016, se pueden analizar que las variables de gasto en términos generales fueron moderando su prociclidad, llegando a ser acíclicos en algunos casos y contracíclicos en otros, como lo denota el gasto programable de forma débil y el gasto de capital e inversión física de forma fuerte.
4. El ISR en todos los subperiodos tuvo una postura procíclica, por lo que puede ser valorado como un estabilizador automático. Sin embargo, es susceptible de ser sujeto de medidas discrecionales que pueden alterar su buen desempeño como fueron los incrementos a las tasas y tarifas impositivas por parte de la actual administración.
5. Por último, el IVA es un impuesto que teóricamente se considera neutral, es decir, de comportamiento acíclico, lo que es válido para cuatro de los seis subperiodos, pero en el presente siglo resultó sumamente procíclico lo que rompe con la estabilidad de ingresos que se le adjudican en periodos de crisis. En una estructura tributaria es importante contar con gravámenes que sirvan como estabilizadores automáticos y otros que puedan garantizar mantener niveles de recaudación independientemente de la fase del ciclo. El ISR y el IVA son dos gravámenes que debidamente diseñados pueden cumplir ese rol garantizando la flexibilidad de la estructura tributaria.

Como se puntualizó, a partir de la metodología rudimental que se utilizó para establecer la postura fiscal de los flujos de gasto e ingreso, se tienen algunos elementos adicionales que pueden ser de interés. El primero de ellos consiste en resaltar que la variabilidad del producto en los últimos cuatro años se ha moderado, como se puede apreciar en la gráfica 1. El segundo radica en no perder de vista que el aliento que permitió el cambio de postura en el gasto está perdiendo vigor, como se puede anticipar de los recortes al gasto que se propusieron y llevaron a cabo en 2016 y en el presente 2017,

por lo que se podría regresar de nueva cuenta a las posturas procíclicas del gasto en los próximos años.

Por lo tanto, es indispensable diseñar programas de gasto que puedan servir como mecanismos de estabilización automática, ya sea en materia de protección social o programas de empleo (Mohanty y Scatigna, 2003), sin dejar de lado la inversión en infraestructura. En el siguiente apartado se dan dos posibilidades de políticas que pueden funcionar como estabilizadores automáticos, tanto del lado del gasto de capital como en el gasto corriente.

Alternativas de política fiscal para consolidar una postura contracíclica

El gasto en infraestructura —considerado en muchos casos gasto de capital— es una opción cuando se trata de impulsar la actividad económica, ya que cualquier fase de auge normalmente comienza con una expansión de la inversión, y es posible pensar que las fases depresivas sean antecedidas por una desaceleración de la inversión, es por ello que si se mantiene constante la inversión es posible que se reduzcan las fluctuaciones del producto. Por otra parte, una política encaminada a mantener estables los niveles de empleo, es a decir de varios autores, una de las mejores políticas contracíclicas, tal como lo argumenta Friedman (1948) al mencionar que las transferencias a los sistemas de seguridad social o por seguro de desempleo deben variar de forma automática en función del ciclo, para lo cual deben estar sujetos a reglas; asimismo Strake *et al*. (2013:179) señalan que los gobiernos con mayor estado de bienestar resuelven sus crisis mediante el uso de estabilizadores automáticos destinados a grupos vulnerables en el mercado laboral.

Gasto en infraestructura alternativa de política contracíclica

Tal como se comentó, es común pensar que los programas destinados al desempleo o a la seguridad social son un camino directo en el establecimiento de una postura contracíclica por el lado del gasto. La idea se origina por la relación tan amplia que tiene el crecimiento económico y el empleo, no obstante, dadas las restricciones presupuestales se podría pensar en una alternativa sustentada en el gasto de capital en infraestructura pública. De acuerdo con Keynes (2003:353-354), es necesario hacer una diferencia entre el déficit corriente y el de capital, dejando que el último sea el que funcione de forma contracíclica (Cámara-Neto y Vernengo, 2004), sin que tenga que ceñirse su financiamiento únicamente a la captación de ingresos. Tampoco se supone que el gasto de capital tenga que ser compensado con la dis-

minución del corriente, siempre y cuando la cantidad de gasto corriente sea la legítimamente necesaria y no se gaste de manera dispendiosa los recursos públicos.

En el pensamiento de Minsky, si la inversión se reduce, las ganancias también lo harán desalentando aún más la inversión, por lo cual es necesario que se compense la caída de la inversión privada manteniendo con ello las ganancias, una alternativa posible para compensarla es el gasto público deficitario que es generador de ganancias (Papadimitriu y Wary, 1997). En economías en vías de desarrollo, si bien es importante compensar la inversión privada con inversión pública en los momentos de recesión, es indispensable que la inversión pública contemple mecanismos de arrastre sobre la inversión privada, por lo cual no basta con el gasto deficitario, se requiere de una inversión de alto nivel de productividad tal como lo propone Hirschman (1961:18).

Es importante mencionar que para el caso de México y el de otras economías en vías de desarrollo, más allá de llegar a los niveles potenciales de crecimiento, es indispensable ampliarlos y en este sentido la inversión tiene un papel preponderante, siendo la inversión pública la que pueda detonar dicho desarrollo para lo cual es indefectible la planeación del tipo de proyectos a realizar en un escenario de mediano y largo plazo.

Para el caso de Suecia, Myrdal (1939) relata que el país tuvo una serie de aprendizajes en el uso de su política fiscal a raíz de la inestabilidad que vivió en las décadas de 1920 y 1930. La estrategia para evitar retrasos en los programas de gasto público consistía en una estricta planeación:

> […] se ha preparado un inventario intensivo de posibles obras públicas en el ámbito de los edificios públicos, la construcción de carreteras y las inversiones municipales. Se ha elaborado un programa general de vivienda social en detalle. Se insta a las empresas estatales de producción (ferrocarriles, centrales eléctricas, sistema de oficinas postales, minas, reservas forestales, etc.) a preparar programas anuales de construcción con diez años de anticipación. Se les pide que tengan disponibles en todo momento planes técnicos y económicos, listos para una acción rápida. La idea es que la próxima crisis no nos atrape por sorpresa. Los planos deben estar a la mano, las medidas se decidirán con anticipación, y el gobierno solo tendrá que presionar el botón para poner la maquinaria en movimiento. Mientras tanto, la inversión estatal, que ya había sido planeada y decidida, se detendrá durante el período de auge […].

La planeación y una idea clara de hacia dónde se quiere llevar al país, son elementos indispensables que deben se acompañados del desarrollo institucional que dé confianza al respecto de la erogación de los recursos pú-

blicos, acabando con los vicios que suponen todos los procesos de inversión pública. Mientras esto no esté presente seguirán siendo válidas las críticas sobre la demora de la acción fiscal (Friedman, 1948), y la preocupación e incertidumbre de que el gobierno pueda gastar de manera rápida, de forma correcta y eficiente (Miron, 2010; Mankiw, 2010).

Gobierno como empleador de última instancia

Como se indicó al principio del apartado, una de las políticas más destacadas por el lado del gasto que puede regularlo de manera adecuada en función del ciclo económico, evitando que se gaste de más en los buenos tiempos, consiste en los programas destinados a la atención del mercado laboral. En una economía de corte capitalista, en la cual las personas subsanan sus necesidades mediante el dinero y el dinero se consigue a través del empleo, resulta un problema serio que las personas no tengan acceso al mercado laboral, o bien que cuando sí lo tienen sea en condiciones precarias de bajos salarios y carentes de seguridad social.

Uno de los derechos indispensables que deben ser garantizados por parte del Estado es el acceso a empleos debidamente remunerados en condiciones idóneas para que las personas puedan alcanzar sus objetivos como resultado de su esfuerzo. Una estrategia para lograrlo a decir de Minsky (1986:367), es que el gobierno sea capaz de crear una demanda infinitamente elástica de mano de obra con un salario mínimo piso que no dependa de las expectativas de corto o largo plazo de las empresas. La intención de la estrategia de política de empleo público debería canalizarse a crear productos que mejoren el bienestar de la sociedad, aun cuando los resultados no sean fácilmente comercializables. El programa deberá ser permanente operando a niveles básicos en el auge y expandirse en la recesión.

La virtud de un programa de empleo público como el propuesto por Minsky, es que el nivel de precios permanecería estable, ya que a diferencia de otro tipo de programa social, a la par que se genera mayor capacidad de demanda agregada también se amplían las posibilidades de oferta agregada. De forma adicional, el salario piso establecido en el programa, cuando es menor al que se paga en el sector privado y suponiendo que se amplía por lo menos el producto potencial no se esperarían presiones significativas en los salarios ni en los precios privados (Papadimitriu y Wary, 1997). Cuando el salario piso es mayor al vigente es posible esperar algunos ajustes inflacionarios al inicio de la puesta en marcha del programa.

En un programa de empleo público el salario es determinado de forma exógena por el gobierno, si el gobierno se compromete a contratar a todas las personas que así lo soliciten en ese momento se está fijando un mínimo

salarial. Forstater (1999) observa que los trabajos de bajos salarios tendrían dos opciones; incrementar sus salarios o desaparecer. Así los empleadores serán forzados a cubrir los altos costos del trabajo a través de una combinación de mayores precios de sus productos, mayor productividad del trabajo y/o menor realización de ganancias.

En el caso de México, el establecimiento de un programa público de empleo a nivel federal podría comenzar con un salario mínimo partiendo de la base del salario mínimo convencional, como se ha hecho en los programas de empleo temporal a nivel federal y en los llevados a cabo por el gobierno de la Ciudad de México. Pero Ramírez y Mendoza (2017) —a la luz de la discusión al respecto del incremento salarial que se ha venido manejando en los últimos años— analizan que la mejor política para incrementar el salario es a través de la instrumentación de un programa de ocupación pública —cuya idea se sustenta en los planteamiento de Minsky del empleador de última instancia o bien en el Programa Público de Empleo (Ramírez, 2006)—, cuyo escenario inicial de salario sería de 6,153 pesos mensuales (poco más de 205 pesos diarios) para estar en condiciones de tener al menos los mismos niveles de poder adquisitivo que en el año de 1970.

La propuesta de Ramírez y Mendoza (2017) conlleva la contratación por parte del gobierno federal de poco más de 4.9 millones de personas, que al primer trimestre de 2017 se reportaban ocupados sin ingresos o bien desocupados, además de subsidiar a una población de 21.7 millones que en la actualidad se encuentra ocupada, pero cuyo ingreso es de uno a dos salarios mínimos. El costo de dicho programa representaría poco menos del 50% de los recursos asignados al gasto de desarrollo social en 2017. Dicho programa, de acuerdo con los autores, tendría la ventaja de funcionar como un estabilizador automático que regularía el ciclo económico, empujar a empresas y trabajadores a la formalidad, coadyuvar al redimensionamiento del cambio productivo de la sociedad, llevar a la economía mexicana a una situación de pleno empleo.

Es importante destacar que la ocupación pública también debe responder a un análisis profundo sobre actividades que impacten el desempeño económico, además de estar sustentado en un estricto proceso de planeación de corto, mediano y largo plazo. En donde la ocupación pública debe entenderse siempre bajo una lógica contractual en la cual debe existir una contraprestación real de las personas que reciban un salario por parte del programa.

Por último, ampliar el nivel salarial a 6,153 pesos como el mínimo salario al cual se podría contratar una persona que tuviera el deseo, la disposición y los elementos necesarios ¿podría resultar inflacionario? En la medida que el gobierno mantenga constante ese nivel salarial es posible evitar espirales

inflacionarias y como lo comenta Wray (2000), fijar el salario del programa por arriba del establecido e incluir prestaciones, obligaría a que en el sector privado se procediera en el mismo sentido presionando los precios al alza, pero ese salto de acuerdo con Wray no es inflacionario ni puede ser inflación acelerada según los términos en que suele ser definido dicho fenómeno.

Conclusiones

De acuerdo con la evidencia que ofrecen los datos de los últimos 37 años, la postura fiscal en el país ha resultado procíclica en varios años principalmente en los posteriores a la crisis de la deuda de 1982. En el presente siglo los flujos de gasto moderaron su prociclidad y en lo relativo al gasto de capital incluso se observan contracíclicos, pero no es posible suponer un cambio de operación de la política fiscal y que sea el inicio de un manejo fiscal estrictamente contracíclico mientras no se adopten medidas de política como las descritas en el último apartado del presente capítulo.

Programas como el de gasto en infraestructura y el de ocupación pública son indispensables para tener mayor control sobre el gasto y potencializar sus resultados. El gasto canalizado a mantener los niveles de ocupación e infraestructura puede ser una buena alternativa, siempre y cuando la oportunidad de la realización de la infraestructura no vaya en contra de la eficiencia, tanto en la utilización de recursos presentes como la generación de flujos futuros que sirvan para sufragar su costo y se pueda eliminar el componente político.

Las dos alternativas de política han demostrado su eficacia, pero también su vulnerabilidad ante la falta de desarrollo institucional que genera vicios, malas prácticas y corrupción que atenta contra la eficiencia del uso de los recursos públicos e inhibe los resultados. Es este elemento el de mayor vulnerabilidad para un país como México, en el cual los escándalos de corrupción y malversación de recursos públicos a diferentes niveles de gobierno han disparado los niveles de percepción de corrupción y ha mermado la credibilidad que tiene la ciudadanía respecto de sus gobernantes.

Un hecho destacable es el incremento en los niveles de recaudación, ya que uno de los elementos que han impedido que la política fiscal tenga un rol más sobresaliente en el ciclo es la baja relevancia que tienen los flujos fiscales respecto al PIB, y que a decir de Myrdal (1939) “cuanto mayor es la proporción de la actividad productiva y de inversión de una nación realizada directamente por el Estado, mayor es la flexibilidad de la política fiscal en el ciclo económico y más poderosa es la política fiscal como un instrumento de política del ciclo económico”.

Por último, como se apreció en la gráfica 1 relativa al ciclo económico, en los últimos cuatro años la volatilidad se ha moderado, pero con tasas de crecimiento promedio de 2.15%, crecimiento que está por debajo de los requerimientos del país y que para mejorar es indispensable que la política fiscal, tanto por el lado del gasto como del ingreso, sea capaz de modificar las estructuras productivas y mejorar con ello las tasas de crecimiento.

Bibliografía

Abbott, Andrew y Jones, Philip (2013), *Procyclical government spending, a public choice analysis, Public Choice,* 154(3/4), pp. 243-258.

Alesina, Alberto (2012), "Fiscal Policy after the Great Recession", *Atlantic Economic Journal*, 40(4), pp. 429-435.

Alesina Alberto y Tabellini, Guido (2005), "Why is Fiscal Often Procyclical?", en *Working Paper*, núm. 11600, septiembre, Massachusetts, NBER.

Alesina, Alberto, Tabellini, Guido y Campante, Filipe (2008), "Why Is Fiscal Policy Often Procyclical?", *Journal of the European Economic Association*, 6(5), pp. 1006-1036.

Braun, M. y Di Gresia, L. (2003), "Towards Effective Social Insurance in Latin America, The Importance of Countercyclical Fiscal Policy", BID, *Working Paper # 487*, March 2003.

Burns, Arthur y Mitchell, Wesley (1946), *Measuring Business Cycles*, NBER.

Calderón, César, Duncan, Roberto y Schmidt-Hebbel, Klaus (2016), "Do Good Institutions Promote Countercyclical Macroeconomic Policies", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics,* 78(5), pp. 650-670.

Camara Neto, A. y Vernengo, M. (2004), "Fiscal Policy and the Washington Consensus, A Post-Keynesian Perspective", University Utha, Department of Economics, *Working Paper* núm. 9.

Celasun, Oya, Grigoli. Francesco, Keiko, Honjo *et al.* (2015), "Política fiscal en América Latina, Lecciones y legados de la crisis financiera mundial", *Documentos de Análisis del Personal Técnico del FMI*, SDN/15/06.

Forstater, M. (1999a), "Functional Finance and Full Employment, Lessons from Lerner for Today?", *Working Paper* núm. 272, The Levy Economics Institute of Bard College, July 1999.

Friedman, Milton (1948), "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability", *The American Economic Review*, vol. 38, núm. 3.

Gavin, Michael y Perotti, Roberto (1997), "Fiscal Policy in Latin America", en *NBER Microeconomics Annual 1997*, Massachusetts, NBER.

Hansen, Alvin (1966), *Política fiscal y ciclo económico*, México, FCE, 3a. ed.

Hirschman, A. (1961), *La estrategia del desarrollo económico*, FCE, México.

Hodrick, Robert y Prescott, Edward (1997), "Postwar U.S. Business Cycles, An Empirical Investigation", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 29 (1), pp. 1-16.

Huart, Florence (2012), "Is Fiscal Policy Procyclical in the Euro Area?" *German Economic Review*, 14(1), pp. 73-88.

Kalecki, Michal (1984), *Teoría de la Dinámica Económica, ensayos sobre los movimientos cíclicos y a largo plazo de la economía capitalista*, México, FCE, 4a. reimpresión.

Kaminsky, G., Reinhart, C. & Vegh, C. (2004), *When it rains it pours procyclical capital flows and macroeconomic policies*.

Keynes, John M. (2003*), Teoría General de la Ocupación el Interés y el dinero,* México, FCE, 4a. ed.

Lerner, Abba P. (1957), *Economía del Pleno Empleo*, Aguilar, Madrid.

Machinea, José Luis, Vásquez, Lorena y Zack, Guido (2012), *La ciclicidad de las políticas públicas latinoamericanas (1995-2010),* Fundación Carolina CeALCI Serie Avances de Investigación 69.

Mankiw, G. (2010), "Questions About Fiscal Policy: Implications from the Financial Crisis of 2008-2009", *Federal Reserve Bank of ST. Louis Review*, mayo-junio.

Martner, Ricardo (2007), *La política fiscal de la abundancia, Documento preliminar preparado para el XIX seminario regional de política fiscal*, 29 de enero al 1 de Febrero de 2007 disponible en <http://siteresources.worldbank.org/PSGLP/Resources/Martner.pdf>.

Martner, Rircardo (1999), *El papel de los estabilizadores automáticos en la política fiscal en América latina*, ILPES, CEPAL.

McManus, Richard y Ozkan, Gulcin (2015), "On the Consequences of Pro-Cyclical Fiscal Policy", *Fiscal Studies*, 36(1), pp. 29-50.

Minsky, Hyman (1986), *Stabilizing an Unstable Economy, New Haven*, Conn Yale University Press.

Miron, J. (2010), "The Case Again the Fiscal Stimulus", *Harvard Journal of Law and Public Policy*, vol. 33, núm. 2, primavera.

Mohanty, M.S. y Scatigna, Michela (2003), "Countercyclical fiscal policy and central banks", BIS Papers, núm. 20, *Fiscal issues and central banking in emerging economies, Bank for International Settlement,* October 2003.

Myrdal, Gunnar (1939), "Fiscal Policy in the Business Cycle", *The American Economic Review, 29(1), Supplement, Papers and Proceedings of the Fifty-first Annual Meeting of the American Economic Association*, pp. 183-193.

Ocampo, José Antonio (2011), *Macroeconomía para el Desarrollo, Políticas Anticíclicas y Transformación Productiva*, Décima Cátedra Raúl Prebisch, Santiago, CEPAL.

Ocampo, José Antonio y Malagón, Jonathan (2011), *El tamaño del estado y su impacto redistributivo en américa latina*, CAF, Documento de trabajo núm. 2011/11.

Papadimitriou, Dimitri y Wray, Randall (1997), *The Economic Contributions of Hyman Minsky, Varieties of Capitalism and Institutional Reform*, Working Paper núm. 217, The Levy Economics Institute of Bard College, December 1997.

Ramírez, Eduardo (2006), *Por una Política Fiscal Contra-cíclica, Problemas de Desarrollo*, IIE-UNAM, 137(147), pp. 81-107.

Ramírez, Eduardo (2012), "La necesidad de una política fiscal contracíclica, un estudio para México", en *Análisis estratégico para el desarrollo, Análisis Estratégico para el Desarrollo*, vol. 4, pp. 105-131.

Ramírez, Eduardo y Mendoza, Juan (2017), *Política social, salarios y política laboral disyuntivas en el escenario mexicano.*

Ramírez, Eduardo y Mendoza, Juan (2006), "El Gobierno como empleador de última Instancia, Una Alternativa de Programa Público de Empleo, Problemas de Desarrollo", *Revista Latinoamericana de Economía*, 37(144), pp. 171-191.

Schumpeter, Joseph (1927), " Explanation of the Business Cycle", *Economica*, 21, pp. 286-311.

Schumpeter, Joseph (1997), *Teoría del desenvolvimiento económico*, FCE, México.

Shafer, Joseph (1928), "An Explanation of the Business Cycle", *The American Economic Review*, 18(4), pp. 618-628.

Sorensen, Bent y Yosha, Oved (2001), "Is State Fiscal Policy Asymmetric over the Business Cycle? Federal Reserve Bank of Kansas City", *Economic Review* Q III, pp. 43-64.

Starke, Peter, Kaasch, Alexandra y Van Hooren, Franca (2013), T*he welfare state as crisis manager, Explaining the Diversity of Policy Responses to Economic Crisis*, Basingstoke, Palgrave Macmillan.

Talvi Ernesto y Végh Carlos (2000), "Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy", *Working Paper*, núm. 7499, Massachusetts, NBER, January 2000.

Woo, Jaejoon (2009), "Why do more polarized countries run more procyclical fiscal policy?" *Review of Economics and Statistics*, 9(4), pp. 850-870.

Wray, Randall (2000d), "Public Service Employment, Full Employment Without Inflation", *Working Paper*, núm. 03, Kansas City, Center for Full Employment and Price Stability, University of Missouri-Kansas City, Jul. 2000.

Política fiscal anticíclica a partir de la experiencia estadounidense

Germán Alarco Tosoni*
Patricia del Hierro Carrillo*

Introducción

El mediocre desempeño reciente de la economía mexicana se encuentra parcialmente explicado por la ausencia de una política fiscal y monetaria anticíclica. Desde la implementación de las reformas económicas instauradas a partir de la crisis de la deuda de los años ochenta, México y muchos países de la región latinoamericana optaron por esquemas de políticas macroeconómicas clásicamente neoliberales, donde éstas son marcadamente procíclicas. De acuerdo con estos esquemas, si se reduce el nivel de actividad económica, se contraen los ingresos públicos y la acción inmediata de las autoridades es reducir los niveles de gasto. De igual forma, no se prevé reacción alguna de política monetaria cuando se reduce el producto interno bruto, sino que las autoridades monetarias sólo se ocupan de hacer frente a los excesos de demanda que generan presiones inflacionarias, al asumir como único mandato macroeconómico el control de la inflación.

Con la crisis económica internacional, detonada en 2008 y que se profundizó en 2009, los países desarrollados hicieron frente a esta con el recetario tradicional de J.M. Keynes en donde se postulaba la necesidad de mayor gasto e inversión pública y bajas tasas de interés. Esto es, la política fiscal y monetaria anticíclica, aunque se omitió la tercera recomendación keynesiana relativa a la necesidad de redistribuir el ingreso, lo cual explicaría, a nuestro juicio, los vaivenes y problemas para la recuperación de la economía internacional. En las circunstancias de esta crisis de 2008-2009, América Latina, luego de la interrupción de los flujos comerciales y financieros internacionales, afortunadamente implementó el mismo recetario aplicado por los países desarrollados. Sin embargo, nuevamente muchos países como México han retornado al manejo ortodoxo de la política fiscal y mo-

* Universidad del Pacífico.

netaria. Esta situación es problemática, en la medida en que nos mantenemos desarmados ante otra futura crisis.

Como resultado de la elección de Donald Trump en Estados Unidos (con una agenda de renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte, su insistencia con relación a la extensión y financiamiento del muro fronterizo y una agenda antiinmigrante), México ha reincidido en la utilización de políticas monetarias y fiscales contractivas. Se ha elevado la tasa de referencia de política monetaria a niveles cercanos a los observados en 2008 y recortado los niveles de gasto público. Si bien estas políticas pretenden frenar la salida de capitales de México y la depreciación pronunciada del peso mexicano, tienen efectos recesivos sobre la demanda y el nivel de actividad económica.

El objetivo de este artículo es revisar desde una perspectiva empírica el rol e importancia de la política fiscal anticíclica aplicada en la economía estadounidense durante un amplio periodo (1929-2001), previo a la Gran Recesión de 2008-2009. Nuestra hipótesis es que esta política no sólo hizo frente a circunstancias recesivas y especiales, sino que es una fuente significativa para el crecimiento de dicha economía, contribuye a mejorar el nivel de ingreso y bienestar de las generaciones presentes y futuras. Asimismo, a nuestro entender es un instrumento al alcance de México, que permitiría hacer frente a contracciones en el nivel de actividad económica de origen interno o como efecto de fenómenos internacionales.

El artículo se divide en cinco secciones. En primer lugar, se presenta una breve reseña del origen de la política fiscal estadounidense. En segundo lugar, se analiza su origen como respuesta al bajo crecimiento o contracción del gasto del sector privado. En tercer lugar, se examina la relación de ésta con los principales agregados macroeconómicos tales como los resultados en las finanzas públicas, la inflación, la evolución de las tasas de interés y la cuenta corriente de la balanza de pagos observada en el periodo bajo análisis. En la cuarta sección se establece un modelo sencillo para determinar la contribución de la política fiscal anticíclica al bienestar económico, donde se señala que ésta tiene efectos intergeneracionales positivos; por último en la quinta parte se establecen algunos elementos a considerar para aplicar esta política a México.

En este documento no se aborda la problemática asociada al déficit fiscal y los problemas de su financiamiento resultado de los programas anticíclicos aplicados en la economía estadounidense a partir de la crisis económica internacional en 2008. Por otra parte, la incursión en el tema se realiza desde una perspectiva empírica, sin abordar las discusiones relativas a las observaciones realizadas desde los teóricos de las expectativas racionales, de la economía de la oferta y de quienes sostienen que el mayor gasto

público —aún esté perfectamente financiado— genera un efecto de desplazamiento del sector privado o *crowding-out*. Es importante destacar que una versión previa amplia de este artículo fue publicada por Alarco y Del Hierro (2006).

Origen de la política fiscal estadounidense

Sin discutir los pormenores relativos a los aspectos estructurales y financieros del origen de la crisis de los años treinta es interesante anotar que en el gobierno republicano de H. Hoover (1929-1932) se implantaron algunas medidas que no fueron suficientes para hacer frente a la recesión. Estas medidas fueron tardías, ya que recién en 1932 se emiten bonos garantizados por el gobierno federal para prestar dichos recursos a los bancos, compañías de seguros, empresas de ferrocarriles y otros negocios en dificultades financieras.[1]

Asimismo, en forma innovadora, la agencia Federal Farm Board estableció controles en la producción agrícola para reducir la sobreproducción y coadyuvar a establecer mejores precios agrícolas. En esta administración no se aplicaron programas de apoyo a la mano de obra desempleada ni se recurrió a una política fiscal agresiva. F. Roosevelt (1933-1945) prometió en su campaña política, en la lógica neoclásica, recortar en 25% el gasto público y balancear el presupuesto; sin embargo, al asumir el poder se establecieron numerosos programas que incrementaron el nivel de gasto y déficit público a niveles nunca antes observados en la economía estadounidense.

A partir de 1933 se implantó un gran programa de ayuda de emergencia cuyo objetivo era crear empleos y estimular la economía: el New Deal for the American People, aunque algunos subprogramas a menudo eran experimentales y a veces contradictorios. El gobierno inicia en marzo de 1933 con el Emergency Banking Act que permite hacer frente a la crisis bancaria; por otra parte, se establecen los seguros de depósito a través del Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). Asimismo, se emite la Economy Act mediante la cual se trata de demostrar que el gobierno no es radical al recortar los sueldos de los trabajadores del gobierno y reducir las pensiones a veteranos en 15%, con lo cual demuestra su preocupación por las finanzas públicas.[2]

[1] G. Walton y H. Rockoff, *History of the American Economy*, pp. 529-531, señala que esto se hizo a través de una nueva entidad estatal: Reconstruction Finance Corporation derivada de la War Finance Corporation.

[2] *Wikipedia*, *op. cit.*, p. 3.

Los programas de gasto público de mayor impacto anticíclico fueron el Civil Works Aministration (CWA), Civil Conservation Corps (CCC), Public Works Association (PWA), Work Progress Administration (WPA) y Tennessee Valley Authorithy (TVA). El CWA dio trabajo a cuatro millones de desempleados en la construcción y reparación de caminos, aeropuertos, parques, entre otros. El CCC fue un programa ambiental para restaurar bosques, playas y parques y entre 1934-1937 ocupó a 2.5 millones de trabajadores solteros. El PWA operó entre 1935-1943 cuya labora era construir o reparar escuelas, hospitales, aeropuertos, entre otros, y generó empleo para ocho millones de trabajadores. Los programas PWA y TVA se orientaron a regiones específicas sobre el río Columbia y la menos modernizada sobre el valle del Tennessee.[3] El Home Owners Loan Corporation (HOLC) transfirió muchos recursos a través de la refinanciación de hipotecas para los propietarios de los sectores medios.

Algunos programas tuvieron también una clara orientación sectorial tales como el National Industrial Recovery Act (NIRA), Agricultural Adjustment Act (AAA) y el Farm Security Administration (FSA). El NIRA se estableció con el objetivo de ayudar a los negocios y a los trabajadores al permitir asociaciones comerciales en las industrias, regular los salarios, las condiciones de trabajo, la producción y los precios. Los programas agrícolas estaban destinados a proteger a los granjeros de las incertidumbres del mercado —anticíclicos— a través de subsidios y controles en la superficie cultivada de maíz, trigo, algodón, arroz, tabaco, carne de cerdo, leche y derivados.[4]

En el campo regulatorio se estableció la Securities and Exchange Commission (SEC) para supervisar el mercado de valores y contribuir a reformar el sistema bancario. En la National Labor Relations Act (Wagner Act) y en la Fair Labor Standards Act de 1938 se fortalece el rol de los sindicatos, se establecen los salarios mínimos y se limita el trabajo infantil. La Social Security Act establece un sistema de pensiones para los trabajadores jubilados, beneficios para los sobrevivientes de accidentes laborales, el seguro del desempleo claramente anticíclico, ayudas para madres, niños y discapacitados.

Medición de la magnitud de la política fiscal anticíclica

La cuantificación de los recursos asignables a una política fiscal anticíclica no es tan simple como su conceptualización. Tanto los ingresos como los

[3] Bergen Organization, *Successes and Failures of Roosevelt New Deal Programs*, p. 2.
[4] *Wikipedia*, *op. cit.*, pp. 3-4.

egresos o gastos públicos tienen componentes cíclicos y permanentes. Por el lado de los ingresos, la mayor parte de los ingresos públicos son procíclicos, crecen o decrecen en la medida que el producto o ingreso nacional aumenta o disminuye. Los impuestos indirectos y la importación tienden a modificarse al mismo ritmo que el nivel de actividad económica; mientras que los impuestos directos o la renta, por su naturaleza progresiva, tienen fluctuaciones al alza o a la baja más que proporcionales a las modificaciones en el producto. Por el lado de los egresos, también se podrían distinguir entre los permanentes o independientes del nivel de actividad económica, los que varían conforme se modifica la actividad económica (procíclicos) y los que se modifican en signo contrario a las modificaciones del producto e ingreso (anticíclicos). Crecen cuando el ingreso privado disminuye y decrecen cuando este aumenta.

Así, la política fiscal anticíclica alude en mayor medida a ese comportamiento del gasto público en que éste crece o decrece en relación inversa al producto. Esta política es independiente de los resultados de las finanzas públicas, aunque debemos señalar que la presencia de un déficit en las finanzas públicas en un entorno recesivo es en la práctica una política anticíclica porque tendería a incrementar la demanda agregada. Por el contrario, un superávit en un entorno expansivo es también anticíclico porque impulsaría una reducción en la demanda agregada.

La determinación de la magnitud de la política fiscal anticíclica debe realizarse a través de los denominados impulsos fiscales. Su cuantificación se efectúa sumando todos los programas implantados bajo tal orientación y en ausencia de dicha información pormenorizada se está considerando aquella magnitud del gasto público real que crece por encima o por debajo de la tasa de crecimiento observada del producto interno bruto (PIB) real. La magnitud de los egresos públicos (consumo e inversión pública) que supera el crecimiento del producto es un impulso positivo real al gasto privado, mientras que si los egresos públicos crecen menos que el producto el saldo es negativo y reflejarían un impulso negativo o la ejecución de una política que no es anticíclica.

Esta forma de medición de los impulsos fiscales es diferente a la desarrollada por otros autores. Al respecto, Perotti (2002:2-5) señala que existen al menos cuatro metodologías para medirlos. La primera se basa en cuantificar los eventos exógenos a través de una variable dummy o simulada para los años en que estos se produjeron, tales como la Segunda Guerra Mundial, la guerra de Corea, la ocupación militar en Vietnam, el periodo de expansión fiscal de R. Reagan. Se parte de la idea de que estos eventos son perfectamente determinados, exógenos e inesperados y por tanto se intenta dimensionarlos. Sin embargo, esos eventos perfectamente identificados pueden ser

contrarrestados por otras políticas de signo contrario que reducirían la magnitud del impulso fiscal. Con esta metodología también se omitirían otras políticas anticíclicas más automáticas como la operación de los mecanismos de pago del seguro al desempleo que entran en funcionamiento a mayor escala cuando se inicia una recesión.

La segunda aproximación consiste en identificar los impulsos fiscales a través de restricciones en el comportamiento de otras variables económicas. Los impulsos por el lado de los ingresos fiscales se evalúan suponiendo que los gastos del gobierno son constantes, mientras que los impulsos fiscales por el lado del gasto se evalúan asumiendo que los ingresos fiscales permanecen constantes. No se requiere la información relativa al evento específico, ya que ésta se detecta en forma estadística.

La tercera forma de medición de los impulsos fiscales considera la metodología relativa a la determinación de los impulsos monetarios, considerando el diseño de un modelo estructural para explicar el mayor gasto público a través de las variables macroeconómicas tradicionales y donde los residuales podrían corresponder a dichos impulsos. Por último, Blanchard y Perotti (2002) utilizan un modelo estructural de vectores autoregresivos (VAR) mediante el cual se podría determinar la magnitud y duración de los impactos de diferentes componentes no esperados de la política fiscal por el lado de los ingresos por impuestos y gastos públicos.

En la mayor parte del periodo los impulsos son negativos y en unos cuantos años son positivos. La política fiscal anticíclica evaluada de esta forma es temporal, aunque conocemos de programas anticíclicos permanentes. Los impulsos positivos más importantes del periodo bajo análisis se producen durante la Segunda Guerra Mundial entre 1941 y 1944 con valores equivalentes entre 2.5 y 26% del producto. Tras la depresión de los años treinta (1930-1932) los impulsos tienen valores entre 1.8 y 3% del producto; posteriormente los impulsos serán resultado de situaciones especiales[5] o de periodos recesivos previos.

Es interesante señalar que estos impulsos fiscales tienen una duración variada, pero nunca superan los tres años. Durante los años treinta hay episodios antíclicos en 1934, 1936 y entre 1938 y 1939 previos a la Segunda Guerra Mundial. En la década de los cuarenta, para hacer frente a la depresión posterior a la Segunda Guerra Mundial, entre 1948-1949, las magnitudes oscilan entre 0.5 y 2.6% del producto; durante el periodo 1951-1953 los impulsos asociados a la guerra de Corea tienen una magnitud alrededor

[5] Aquí se presenta el dilema de que es primero. La situación especial (por ejemplo, conflicto bélico) o la necesidad de un mayor gasto público real, ya que la historia nos ha mostrado circunstancias en que la necesidad del gasto antecede y explica, al menos parcialmente, el conflicto bélico.

de 5% del producto, misma que se mantiene entre 1957 y 1958. En la siguiente década hay un impulso durante 1961 y durante 1966-1967 asociados al inicio de la guerra de Vietnam.

Durante la década de los setenta e inicios de los ochenta los impulsos positivos son de menor magnitud (alrededor de 0.5% del producto) y parecen ser respuesta posterior a los efectos negativos sobre el ingreso nacional infringidos por el alza en los precios del petróleo. Los impulsos fiscales se producen entre 1974-1975 y 1980 y 1982.[6] Posteriormente, durante 1985-1986, en una magnitud cercana a la anterior, se implantó una política expansiva frente a la desaceleración del crecimiento económico observado durante esos años. Finalmente, durante 1990 y 1991 se observa un claro episodio de política fiscal anticíclica de una magnitud alrededor de 0.3% del PIB, para producirse otro en el 2001, equivalente a 0.6% del producto, como respuesta a la recesión y los acontecimientos de septiembre de 2001.

Resulta interesante analizar cuántos de estos impulsos fiscales se han producido en gobiernos republicanos o demócratas y concluiremos que se producen en ambos. Con los republicanos: Hoover (1930-1932), Eisenhower (1953, 1957-1958), Ford (1974-1975), Reagan (1982, 1985-1986) y los Bush (1990-1991, 2001). Por el lado de los demócratas: Roosevelt (1934, 1936, 1938-1939, 1941-1944), Truman (1948-1949, 1951-1952), Kennedy (1961), Johnson (1966-1967) y Carter (1980).

Sin embargo, a pesar de que en los gobiernos de distinto signo político se utiliza la política fiscal anticíclica, el consumo y la inversión pública tienden a ser una fuente de crecimiento[7] económico más importante en los gobiernos demócratas que en los republicanos, aunque se observan algunas excepciones. Las mayores contribuciones al producto por parte del gasto público real se observan con Truman al rebasar 130%, seguido por Roosevelt con más de 37%, Kennedy con casi 34% y Johnson con 24%. Dentro de los gobiernos republicanos con mayores contribuciones del gasto público al crecimiento económico destacan Eisenhower con 32% y Reagan con 13.6%. Los otros republicanos como Hoover, Nixon, Ford y G. Bush muestran contribuciones pequeñas o poco significativas. Las excepciones al análisis fueron Carter que muestra que los egresos públicos no contribuyeron en promedio al crecimiento económico, Clinton donde la contribución es mar-

[6] De acuerdo a la Energy Information Agency, Department of Energy los precios de adquisición del crudo en refinerías norteamericanas se incrementaron en 150 y 99% entre 1973-1975 y 1979-1981, respectivamente.

[7] Con base en información del producto por tipo de gasto del Bureau of Economic Analysis del US Department of Comerce (2002) se determina la contribución de cada componente de la demanda con base en sus tasas de crecimiento y la participación en el producto, para promediarse en forma simple en cada periodo de gobierno.

ginal y equivalente a 6.4% del producto y G.W. Bush (2001) donde los egresos públicos son la segunda fuente de crecimiento económico.[8]

Es interesante señalar que para todo el periodo bajo análisis el consumo e inversión pública real contribuyeron con 27.4% del crecimiento económico observado, mismo que tiene una tasa de crecimiento promedio anual de 3.7%. El consumo y la inversión privada contribuyen con 83.8 y 22.6% del crecimiento económico, respectivamente. La balanza en cuenta corriente (exportaciones menos importaciones) ha contribuido negativamente en promedio al crecimiento del producto.

En términos de resultados, cabe anotar que el desempeño económico del partido Republicano en el gobierno parece haber sido exitoso en elevar los ingresos después de impuestos de los grupos más ricos de la sociedad estadounidense. Sin embargo, no ha sido positivo en términos de las finanzas públicas, los niveles de deuda y el crecimiento económico. El presidente Ford tuvo déficits fiscales respecto del PBI entre 3.3 y 4.1%, Reagan entre 2.5 y 5.9%, Bush padre entre 2.7 y 4.4%; y Bush hijo partió de un superávit heredado de Clinton de 1.2% y terminó con un déficit del 3.1%. Efectivamente Roosevelt (demócrata) rompió los récords de crecimiento en la deuda pública por las exigencias de la Segunda Guerra Mundial; sin embargo, no quedaron atrás los Bush con aumentos de 56.2 y 76.7% y Reagan con un crecimiento de 186.7 por ciento.

La tasa de crecimiento promedio del PBI real durante el periodo de Reagan fue 3.5% anual, aunque con Clinton fue 3.9% anual. Ningún otro republicano logró tasas mayores al 3% anual después de la postguerra mundial. Hasta Carter logró un crecimiento de 3.3% anual. Blinder y Watson (2016) acaban de señalar que el desempeño de los gobiernos demócratas fue superior a los republicanos en todo un conjunto de indicadores económicos para el mismo periodo de análisis.

Política fiscal anticíclica, déficit público, inflación y tasas de interés

Para el periodo bajo análisis se estima una regresión lineal que pretende explicar el impulso fiscal como una función de la variación porcentual del gasto privado (véase cuadro 1). Al respecto, los valores y signos de los parámetros coinciden con lo esperado y fueron significativamente diferentes de

[8] Cuando las tasas de crecimiento del producto son muy pequeñas, la aritmética de la fórmula de las fuentes de crecimiento genera que las contribuciones de cada uno de los factores resulten en porcentajes muy grandes.

cero. La contracción del gasto privado explicaría en 77% la necesidad de implantar una política fiscal anticíclica. El restante 23% se referiría a aquellos episodios de la política fiscal resultado de otros eventos de origen no económico o por situaciones especiales.

Es difícil contestar si estas políticas fiscales antíciclicas han sido efectivas para hacer frente a las caídas en el gasto del sector privado. Es poco probable que las puedan contrarrestar en su totalidad, pero se esperaría que al menos parcialmente hayan contribuido a mitigar la contracción del producto. Se ha estimado otra regresión para explicar el crecimiento del producto como una función de los impulsos fiscales, determinándose un parámetro positivo y significativamente diferente de cero, que reflejaría que esta política tiene impacto sobre el PIB, con una capacidad explicativa de 26% como coeficiente de correlación.[9]

La teoría económica convencional plantea una relación directa entre la política fiscal anticíclica con el nivel de déficit público, la inflación, las tasas de interés y por ende la sustitución de la inversión privada por el mayor gasto público. Para evaluar tales efectos, debemos analizar en primer lugar si la política fiscal anticíclica se correlaciona necesariamente con la presencia de un mayor déficit público. Al respecto, es importante señalar que en rigor esto no es así, ya que el resultado final depende de lo que ocurra con los otros ingresos y egresos del sector público. Para obtener una posición más concluyente sobre el tema hemos estimado una regresión del resultado en las finanzas públicas (superávit y déficit) como función del impulso fiscal real (tanto positivo como negativo),[10] determinando que el parámetro que vincula la variable independiente y dependiente es de signo positivo y significativamente diferente de cero. Asimismo, éste y su constante explican sólo 28% del resultado en las finanzas públicas durante el periodo bajo análisis.

El resultado anterior implica que la presencia de un impulso fiscal real positivo se asocia a un superávit en las finanzas públicas, lo contrario a un mayor desequilibrio (déficit) en las finanzas públicas que se esperaría tradicionalmente. Por tanto, la política fiscal anticíclica en lugar de generar un mayor desequilibrio en las finanzas públicas lo reduce a través de su efecto positivo sobre el nivel de actividad económica y la recaudación tributaria. En dirección contraria, la aplicación de una política de crecimiento en el gas-

[9] La variación porcentual del PIB es explicada por el impulso fiscal del periodo anterior, con parámetros positivos y significativamente diferentes de cero y un coeficiente de correlación de 11 por ciento.

[10] Se probaron diversas regresiones en que las variable dependiente e independiente tenían diversos desfases, pero el resultado con mayor R2 corresponde a ambas variables en el mismo periodo.

CUADRO 1
MEJORES REGRESIONES LINEALES DE LAS VARIABLES ANALIZADAS

Variable dependiente	*Variables independientes*		*Periodo regresión*	R^2	*Prueba F*	*D.W.*
Impulso fiscal (% PIB)	Constante	Variación gasto privado	1930-2001	0.768	231.919	0.946
	2.069	-0.527				
	(5.62)	(-15.223)				
Variación del PIB (%)	Constante	Impulso fiscal	1930-2001	0.263	25.041	1.103
	3.520	0.451				
	(6.54)	(5.00)				
Resultado finanzas públicas (% del PIB)	Constante	Impulso fiscal	1930-2001	0.279	27.057	0.415
	-0.782	0.251				
	(-2.708)	(5.20)				
Variación de precios (%)	Constante	Impulso fiscal (T-1)	1931-2001	0.066	4.841	0.558
	3.221	-0.161				
	(7.32)	(-2.200)				
Variación de precios (%)	Constante	Resultado finanzas públicas (T-1)	1931-2001	0.168	13.936	0.558
	2.772	-0.545				
	(6.42)	(-3.733)				
Importaciones menos exportaciones reales (MMUS$ 1996)	Constante	Impulso fiscal (T-1)	1931-2001	0.003	0.190	0.116
	55.584	0.715				
	(5.63)	(0.44)				
Variación inversión privada (%)	Constante	Impulso fiscal	1930-2001	0.466	61.028	1.251
	8.042	-3.361				
	(3.13)	(-7.812)				
Tasa de interés real básica créditos bancarios (%)	Constante	Impulso fiscal (T-1)	1931-2001	0.028	1.988	0.445
	2.614	0.121				
	(0.12)	(1.41)				

CUADRO 1 (CONTINUACIÓN)

Variable dependiente	*Variables independientes*		*Periodo regresión*	R^2	*Prueba F*	*D.W.*
Tasa de interés real básica créditos bancarios (%)	Constante	Tasa de descuento real de la reserva federal	1930-2001	0.928	902.391	0.261
	1.490	1.087				
	(10.22)	(30.04)				

NOTA: debajo de la definición de las variables independientes se anota el valor, el signo del parámetro asociado y entre paréntesis el valor de la prueba estadística T.
FUENTE: elaboración propia con base en información del Bureau of Economic Analysis, US Department of Commerce y Federal Reserve Bank of St. Louis.

to público real con una tasa menor a la correspondiente al PIB real tendería en Estados Unidos a incrementar el déficit en las finanzas públicas.

La vinculación entre estos impulsos fiscales, el déficit público y la inflación son temas donde la posición ortodoxa tradicional plantea una vinculación positiva. Ante una política fiscal anticíclica se produciría un mayor déficit público y, por tanto, directa e indirectamente, se generaría inflación. Sin embargo, olvida que la política fiscal anticíclica surge en circunstancias en que la actividad económica del sector privado es muy reducida y la demanda agregada tiende a ser inferior a la capacidad productiva, generando presiones deflacionarias. Sólo cuando el impulso de la política fiscal es de una magnitud importante se podría, luego de aumentar la demanda, reducir los inventarios acumulados, aumentar la producción y producir presiones sobre los precios. Por tanto, no debe confundirse una política fiscal anticíclica con una política de gasto público irresponsable en constante crecimiento, sin contrapartida de financiamiento en mayores ingresos públicos u otras fuentes no inflacionarias.

Durante la década de los años treinta, de los siete años en que se aplica la política fiscal anticíclica, cuatro de estos se asocian a inflación (medida a través de la variación porcentual del deflactor del PIB) no mayor a 3% anual, mientras que los otros tres muestran presiones deflacionarias entre 0.7 y 1.9%. La década de los cuarenta, cuando el impulso fiscal es más alto, se asocia con una inflación anual entre 1.1 y 12.2%, aunque en 1949 se observa una deflación de 0.1%. En la década de los sesenta todos los episodios de política fiscal anticíclica se asocian a inflación, pero nunca mayor a 3.1% anual. La inflación es mayor, cercana a 10%, en algunos años durante la década de los setenta; sin embargo, una parte importante de ésta inflación fue

resultado de los dos *schocks* petroleros de 1973 y 1979 que golpearon duramente a las economías desarrolladas y llevaron por primera vez a la inflación a dos dígitos desde la Segunda Guerra Mundial. En 1982 —donde la intervención fiscal fue de mayor magnitud— la inflación fue sólo de 6.2%. Nuevamente durante 1985-1986 la mayor intervención fiscal se asocia con tasas inflacionarias de alrededor de 3% anual. Por último, mientras que en 1990-1991 la inflación se acerca a 4% anual, durante 2001 es de 2.2 por ciento.

De igual forma que en la relación anterior —déficit público-impulso fiscal— hemos procedido a correlacionar la inflación con el impulso fiscal y obtenemos un parámetro negativo significativamente diferente de cero en el límite, pero con un coeficiente de correlación en ningún caso superior a 6.6%.[11] Los resultados de estas regresiones se muestran en el cuadro 1. Este resultado, al igual que los anteriores, es interesante, ya que para todo el periodo bajo análisis, la implementación de los diversos episodios de política fiscal anticíclica se ha asociado con menos inflación, en contraposición a lo que plantearían los economistas y analistas ortodoxos. El panorama deflacionario previo a la intervención fiscal predomina aún después de su implantación. En forma complementaria cuando correlacionamos la inflación con el resultado de las finanzas públicas, se obtiene empíricamente una relación inversa con parámetro significativamente diferente de cero. De manera contraria a lo señalado por la teoría ortodoxa un mayor superávit en las finanzas públicas se asocia con una mayor inflación y el mayor déficit con una menor inflación.

Es importante evaluar cuáles han sido los efectos de la política fiscal anticíclica tanto sobre el proceso de inversión y de gasto privado, como sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos, a través del efecto *crowding-out* o de desplazamiento de la inversión privada. Teóricamente, si el incremento de gasto es transitorio (pero financiado con mayores impuestos) se pueden producir diferentes resultados dependiendo del tamaño de la economía y de la existencia o no de libre movilidad de capital.[12] Si la economía es pequeña y tiene libre movilidad de capitales, la acción fiscal no tiene efecto alguno sobre la tasa de interés y el gasto privado no se ve afectado.[13] Para este mismo país, si hay control al movimiento de capitales, el mayor gasto fiscal desplaza la inversión, al incrementarse las tasas de interés por el

[11] La regresión sin desfase entre la variable dependiente e independientes muestra un coeficiente de correlación más reducido de 2.3%, mientras que en la de desfase es de 6.6 por ciento.

[12] J. Sachs y F. Larraín, *Macroeconomía en la economía global*, Prentice Hall Hispanoamericana, 1995, pp. 196-197.

[13] Si el tipo de cambio es libre, las modificaciones en el gasto público pueden afectar el tipo de cambio y de esta forma afectar indirectamente a las tasas de interés internas.

menor ahorro interno. En un país grande con libre movilidad del capital, el aumento transitorio del gasto fiscal desplaza a la inversión interna y a las exportaciones netas; sin embargo, Sachs y Larraín (1996) señalan que cuando un gobierno lleva a cabo una expansión permanente del gasto, suponiendo un presupuesto equilibrado, el desplazamiento de la inversión o las exportaciones netas es necesariamente menor o incluso desaparece.

Se ha correlacionado el saldo real de las importaciones menos las exportaciones con relación al impulso fiscal, y se determina que la mejor regresión es la que plantea un desfase de un año entre la variable dependiente y la independiente. Sin embargo, los parámetros tienen el signo correcto pero no son significativamente diferentes de cero y la regresión sólo muestra un coeficiente de correlación de menos de 1%. De esta forma el mayor impulso fiscal no parece correlacionarse con mayores importaciones o menores exportaciones.

La mejor regresión que vincula la inversión privada como una función de los impulsos fiscales, reflejaría que estos últimos afectarían negativamente a la inversión, con un parámetro significativamente diferente de cero y un coeficiente de correlación de 47%. No obstante esta asociación negativa entre menor inversión (en rigor la variación porcentual de la inversión privada) y mayor impulso fiscal, puede ser espúrea, ya que la mayor intervención se produce cuando el gasto privado (consumo e inversión) es más reducido.

En forma complementaria se analiza como los impulsos fiscales pueden afectar las tasas de interés y de esta forma impulsar el efecto de desplazamiento al promover la reducción del consumo e inversión privada. Aquí se considera la tasa de interés básica por préstamos comerciales (Prime Commercial Loan Rate) proporcionada por el Banco de la Reserva Federal de St. Louis, convertida a términos reales utilizando el deflactor del PIB para el mismo periodo bajo análisis, 1929-2001.

La mejor regresión que vincula la tasa de interés real como una función de los impulsos fiscales es la que tiene un rezago entre la variable dependiente e independiente. El parámetro del impulso fiscal tiene valor positivo, pero el mismo sólo es significativamente diferente de cero en el límite. Asimismo, el coeficiente de correlación es de apenas 2.8%, lo que implica un comportamiento no explicado de 97.3% (véase cuadro 1). De esta forma, el impulso fiscal parecería promover un incremento de las tasas de interés de mercado (en este caso de créditos bancarios) pero dicha relación no es estadísticamente significativa.

A diferencia de lo ocurrido entre la tasa de interés de los créditos bancarios y el impulso fiscal, la vinculación entre esta tasa de mercado y la tasa

de descuento de la Reserva Federal es muy estrecha.[14] Los parámetros estimados son positivos y significativamente diferentes de cero. Asimismo, las tasas de descuento de la Reserva Federal explican casi 93% de la evolución de las tasas reales de crédito. La elevada vinculación entre ambas variables refleja la importancia de este instrumento de la política monetaria tanto hacia el alza como a la baja de las tasas de interés reales. Es interesante anotar, que aún en el caso hipotético de que los impulsos fiscales afectaran positivamente a las tasas de interés real, la política monetaria a través de los instrumentos que maneja la Reserva Federal las podría modificar. En este escenario quedaría claro la importancia de la política monetaria y la necesidad de vincularla con la política fiscal.

Política fiscal anticíclica y su contribución al bienestar

De acuerdo a lo comentado hasta el momento es obvio que la política fiscal anticíclica ha sido valiosa para enfrentar la desaceleración de la actividad económica del sector privado, del producto e ingreso en general, haciendo frente a fenómenos coyunturales y a otras situaciones especiales. Sin embargo, nuestra hipótesis es que estos mayores niveles de gasto público, por la capacidad instalada ociosa existente, dio lugar a mayores volúmenes de producción.

Con los impulsos fiscales no sólo mejoraron las expectativas de los consumidores y sus niveles de consumo actual y para los periodos siguientes, sino que promovieron a través del efecto acelerador mayores niveles de inversión con la consiguiente expansión en el nivel de demanda-producto y de ampliación en la capacidad productiva.[15] Estos efectos activan un circuito virtuoso de crecimiento, que tiene impacto positivo en los años siguientes hasta que se agota naturalmente o que desaparece cuando surge una siguiente crisis.

Si la política fiscal anticíclica trata de compensar las caídas coyunturales en el gasto privado o se enfrenta a situaciones especiales no sería neutra en el largo plazo. Para evitar caídas significativas en el nivel de demanda debe proporcionarse una señal de estabilidad al reducir los riesgos e incrementar los beneficios esperados para los inversionistas. En nuestra percepción esto tendría efectos sobre el crecimiento económico en una perspectiva de me-

[14] De 1929 a 1949 se consideró la tasa de descuento de la Reserva Federal de Nueva York, para utilizar posteriormente la nacional de 1950-2001. Asimismo, las tasas en términos nominales fueron convertidas a reales con el deflactor del PIB de Estados Unidos.

[15] Se consideran aquí los efectos de la inversión en términos de mayor demanda agregada y de creación de nueva capacidad productiva.

diano y largo plazo. Efectos intergeneracionales positivos hacia adelante y que harían frente a los negativos que se producirían si los desequilibrios que se presentaran en las finanzas públicas se financiaran a través de la colocación de bonos, lo que elevaría la razón deuda/producto. En el peor de los casos esto último se acompañaría de mayores niveles de producto, respecto de la circunstancia en que la no aplicación de la política fiscal anticíclica conlleva a que el producto sea menor.

El mayor consumo presente no tendría contrapartida en un menor consumo futuro (cuando es necesario amortizar la deuda), ya que este último es superior por la implementación del impulso fiscal. Sin la política anticíclica el menor consumo presente se asociaría a un menor consumo futuro, ya que el producto crecería menos. La metodología para la estimación de los efectos acumulativos de la política fiscal anticíclica se basa en un proceso iterativo con año base en 1929.

El procedimiento inicia estimando un nuevo PIB para 1930 con política fiscal neutra, al suponer que el consumo e inversión pública real deben crecer exactamente a la misma tasa del producto observado entre 1929 y 1930. Para estimar el nuevo producto para 1931 se parte de la base del producto estimado en 1930 por el promedio ponderado, de acuerdo a la estructura real del producto del año, por las tasas de crecimiento de cada componente de la demanda observadas entre 1930 y 1931, incluyendo el supuesto de que el gasto público crezca igual al PIB en dicho periodo. Para el año siguiente se parte del PIB del año anterior por el promedio ponderado de las tasas de crecimiento del año bajo evaluación y así sucesivamente hasta obtener una serie completa del producto que reflejaría las condiciones de implantar una política fiscal neutra.[16] La diferencia entre la serie del producto original menos la serie estimada con la política fiscal neutra corresponde a la contribución acumulada en el largo plazo si se hubiese implementado la política fiscal anticíclica.

Con este procedimiento se aprecia que para finales de 2001 el efecto acumulativo de la política fiscal anticíclica explica más de 17.1% del producto actual norteamericano, con una magnitud de 1 575 billones de dólares a precios de 1996 (tres y 28 veces el PIB de México y Perú, respectivamente) y que explican casi US $ 5 600 del producto per cápita estadounidense. Las nuevas generaciones tienen como punto de partida un producto per cápita actual que incluye el efecto acumulativo positivo de esta política y no parten con el lastre de un menor nivel de ingreso que debe repartirse entre más habitantes.

[16] El procedimiento trata indistintamente las circunstancias de que la variación porcentual del crecimiento del consumo e inversión pública pueden ser mayores o menores a la tasa de crecimiento del PIB.

Al final de la década de los treinta la contribución de la política fiscal anticíclica es equivalente a 5.2% del producto. Durante la década de los cuarenta adquiere mayor importancia, con un nivel máximo en 1944 de 46.3% del producto, hasta representar al final de la década sólo 18.3% del producto.[17] Para finales de los sesenta la política anticíclica representa 23.4% del producto. Posteriormente reduce su aportación hacia 1980, para incrementarla nuevamente en 1990 hasta 18.5%. Durante el periodo de Clinton se contrae ligeramente hasta un nivel de 17.1% en 2001, al inicio del primer año de gobierno de G.W. Bush. Finalmente, sólo con un propósito ilustrativo, se aprecia que el financiamiento externo del desequilibrio en la balanza en cuenta corriente de Estados Unidos explicaría ahora, con una metodología similar, 13.7% del producto estadounidense.

Elementos para una política fiscal anticíclica mexicana eficaz y eficiente

Son varias las interrogantes que deben ser atendidas para lograr una política anticíclica que logre alcanzar los objetivos señalados y que minimice los virtuales efectos perniciosos sobre otras variables económicas. Al respecto, destaca la definición de la oportunidad o el momento en que se aplicaría el mecanismo seleccionado, la magnitud, duración y financiamiento.

La primera cuestión a examinar es que los diferentes programas particulares de gasto anticíclico deben ser parte de un presupuesto global, ya que programas con presupuestos abiertos o sin límite pondrían en peligro los equilibrios en las finanzas públicas. Al respecto, la noción del balance estructural del gobierno central es un concepto manejado por el Ministerio de Hacienda del Gobierno de Chile que nos puede ser útil. Éste establece que los gastos del gobierno son una diferencia entre los ingresos resultado de recalcular el PIB potencial, el precio del cobre en el largo plazo y la meta establecida para el resultado estructural de las finanzas públicas. Chile es el único país, en las actuales circunstancias, que lo aplica y el mismo tiene una marcada connotación de política anticíclica.[18] Los gastos se ajustan a un criterio de disponibilidad de financiamiento de naturaleza más permanente y no transitoria, permite la operación de estabilizadores automáticos a lo largo del ciclo económico. Asimismo, genera que los gastos sean más previsibles y estables minimizando el riesgo de problemas de credibilidad, ya

[17] El periodo de 1945-1947 fue de contracción en el gasto público real.

[18] Dirección de Presupuestos, Política Fiscal y Presupuesto para el 2003, Ministerio de Hacienda, Gobierno de Chile, p. 2.

que los agentes económicos son capaces de anticipar el curso del accionar fiscal, y en la medida que el diseño contemple parámetros adecuados, se garantiza una dinámica de deuda consistente con la restricción presupuestaria intertemporal.[19]

Es interesante señalar que cuando la política fiscal se guía por este criterio el balance efectivo (cálculo tradicional) se torna relativamente más deficitario en momentos en que la economía pasa por mayor debilidad y es menos deficitario o hasta superavitario cuando la economía tiene un alto crecimiento. Sólo como referencia, la regla del resultado estructural establecida para 2003 es de un superávit de 1% y un déficit global (cálculo tradicional) de 0.7%, mismos que permitirían gastos públicos reales 3.4% superiores a los realizados en 2002. Asimismo, con el objetivo de proporcionar transparencia a la formulación de la política fiscal y consolidar la regla fiscal se establecieron el Comité Consultivo del PIB Potencial y el Comité Consultivo del Precio Externo de Referencia del Cobre, constituidos por 24 expertos externos en las materias consultadas, quienes emitieron sus proyecciones para el periodo 2002-2007 y 2003-2012, respectivamente.[20] Con la metodología aprobada se estableció que la brecha entre ingresos estructurales e ingresos efectivos del gobierno central en el cálculo del balance estructural para 2003 era de 4.7% y de 88USc/lb para el precio del cobre en el largo plazo.[21]

Los márgenes de maniobra en los momentos en que la actividad económica decrece son menores, ya que se asocian a periodos de astringencia de recursos financieros internacionales y en la citada dirección las autoridades deben no sólo responder con prudencia a los periodos de euforia de los mercados, sino crear y constituir los fondos que permitan hacer frente a las necesidades en los periodos complejos. Se trata de hacer política anticíclica en todas las circunstancias: gastar más cuando el nivel de actividad económica del sector privado es más bajo y ahorrar para los malos tiempos cuando se producen momentos de abundancia.

La política fiscal debe tener un marco plurianual, basado en un horizonte de largo plazo definido sobre la base de un balance estructural o bien el establecimiento de una meta de relación entre la deuda pública y el PIB.[22]

[19] M. Marcel *et al.*, *Balance estructural del gobierno central, metodología y estimaciones para Chile, 1987-2000, Estudios de finanzas públicas*, Dirección de Presupuestos, Ministerio de Hacienda, Gobierno de Chile, septiembre de 2001, pp. 11-12.

[20] Ministerio de Hacienda da a conocer resultados del Cómite Consultivo del PIB Potencial y el Cómite Consultivo del Precio de Referencia del Cobre, nota de prensa, 3 de septiembre de 2002, pp. 1-2.

[21] El PIB potencial crecería 4.1% en 2003 respecto del año anterior, mientras que el precio promedio del cobre (efectivo) se estima sea de 77USc/lb.

[22] CEPAL, *Globalización y desarrollo*, Santiago de Chile, abril de 2002, p. 159.

Asimismo, la aplicación de la política anticíclica se facilita mediante la utilización de fondos de estabilización de ingresos asociados a precios de las materias primas, mediante los cuales los recursos monetarios se ingresan a dichos fondos especiales cuando el precio del mercado rebasa un precio establecido. La Comisión Económica para América Latina (CEPAL) menciona los fondos del petróleo en Venezuela, del café y petróleo de Colombia y del cobre en Chile. El fondo de estabilización asociado a los precios del petróleo mexicano asigna recursos a otros objetivos de gasto (gobiernos estatales y locales, principalmente) pero dentro del mismo ejercicio presupuestal, por lo que se trata de un mecanismo administrativo sin propósito anticíclico de mediano plazo.

Los mecanismos para implantar una política anticíclica pueden ser diversos. Los más tradicionales son los programas preestablecidos de apoyo al desempleo aplicados en los países desarrollados. Sólo como referencia, en Estados Unidos durante el año terminado al 30 de junio del 2002, proporcionaron beneficios por este concepto de cerca de US $ 40,000 millones.[23] Es interesante señalar que los ingresos para el programa se obtienen de las aportaciones de los empleadores a un fondo especial que los administra y que las cuotas-tasas por patrón son variables dependiendo del número de trabajadores que soliciten acceder a los beneficios del desempleo. En la medida que una empresa tiene una rotación de trabajadores más alta sus aportaciones al fondo de desempleo son mayores,[24] de la misma forma en que operaría un seguro por accidentes de trabajo, que cobra una mayor prima cuando el número y tipo de accidentes son más frecuentes.[25]

Otra modalidad interesante es la relativa al apoyo a los productores agrícolas cuando los precios se reducen por debajo de determinado nivel. Al respecto, la Farm Bill 2002 estableció mecanismos contracíclicos de apoyo a los productores si los precios del maíz, sorgo, trigo, avena, cebada, soya, especies diversas de algodón, arroz, cacahuates y otras semillas oleaginosas decrecían con relación a un precio objetivo para el periodo 2002-2007.[26]

En México se puede pensar también en el diseño y puesta en marcha de programas de inversión y empleo temporal cuando la tasa de desempleo rebase determinado valor para que se atiendan las necesidades coyunturales existentes y contribuyan a que no decrezca significativamente el nivel de

[23] US Department of Labor, UI Data Summary, State Benefits Data 2nd Quarter 2002.

[24] Castigando a la empresa que despida más personal.

[25] Los beneficios por desempleo varían de estado a estado, pero en promedio se establecen en función de las aportaciones realizadas y asignan recursos al desempleado por un periodo de 26 semanas, desde US $ 40 a 230 por semana. En el estado de California el beneficio se puede extender 13 semanas adicionales, cuando la tasa de desempleo estatal supera determinado valor.

[26] US Department of Agriculture, Farm Service Agency, 2002.

demanda efectiva. Sin embargo, con el criterio del balance estructural de las finanzas públicas más que establecer programas anticíclicos, se trata de disponer de un programa de gasto público, especialmente de inversión pública, con un horizonte de mediano y largo plazos. Lo que importa aquí es el resultado en las finanzas públicas.

La CEPAL, en forma complementaria, propone medidas monetarias y cambiarias para prevenir que los auges de financiamiento externo se traduzcan en aumentos excesivamente rápidos del crédito externo e interno y en apreciaciones insostenibles del tipo de cambio real a través de diversas políticas, como el manejo prudencial de los flujos de capital, cierta discrecionalidad para intervenir en el mercado cambiario, regulación del mercado monetario, mecanismos tributarios que desincentiven el endeudamiento externo de los agentes no financieros, la posesión de líneas de crédito contingentes o autoseguros,[27] entre otros mecanismos, cuyo análisis detallado no corresponde a este artículo.

Por último, es importante señalar que para algunos la sustitución del sistema monetario internacional de tipos de cambio fijos por el de tipos más flexibles supone una limitación adicional para la política fiscal y para las demás políticas de control de la demanda.[28] Sin embargo, un régimen de tipo de cambio flexible aísla a la economía del exterior, ya que, por ejemplo, un mayor gasto fiscal podría generar una depreciación de la moneda nacional y de esta forma poner límite a las mayores importaciones asociadas al gasto y frenar una virtual salida de capitales del país.

Reflexiones finales

El instrumento de la política fiscal anticíclica existe y ha demostrado ser valioso. México debe aprovechar la experiencia estadounidense. Hay mejores circunstancias que otras para aplicarlo; el manejo de su dosificación y topes son cuestiones relevantes tanto para lograr los resultados esperados como para evitar efectos no deseados sobre la demanda agregada que afecten a la balanza de pagos, a los precios o generen presiones sobre los mercados financieros afectando la capacidad y costo del financiamiento para el sector privado. Aunque suene paradójico, las posibilidades de aplicar política fiscal anticíclica son más altas cuando existe una mayor capacidad de recaudación fiscal (sea por impuestos permanentes y/o temporales) y cuando los niveles de endeudamiento público no rebasan los estándares inter-

[27] CEPAL, *op. cit.*, pp. 159-162.
[28] A. Fernández Díaz *et al.*, *Política económica*, McGraw-Hill, 1995, pp. 361-362.

nacionales. En línea con lo anterior es imprescindible insistir en la añeja propuesta de una reforma fiscal que ubique la presión tributaria del país dentro de los estándares de las mayores economías latinoamericanas, excluyendo los derechos y aprovechamiento generados por Pemex.

La evidencia presentada a partir de la experiencia estadounidense de la política fiscal anticíclica debe conducirnos a romper con los mitos difundidos por la corriente económica neoliberal. La aplicación de esta política es una práctica en los países desarrollados. Ésta no implica necesariamente desequilibrio fiscal, ni se asocia al rompimiento de los denominados "equilibrios macroeconómicos". Se ha demostrado que es un factor importante para explicar el bienestar económico actual y de las futuras generaciones de norteamericanos.

Los efectos negativos sobre la inflación, la balanza de pagos, la inversión privada y las tasas de interés son mayoritariamente inexistentes o mínimos. Por todo lo anterior, queda claro que la política fiscal anticíclica puede ser un instrumento útil para reducir la inestabilidad y aumentar el bienestar en México. La opción del balance estructural ya ha sido implementada en Chile con gran efectividad. En la realidad existen diversos programas fiscales anticíclicos que pueden ser instaurados, mismos que podrían autofinanciarse o cubrirse con fondos especiales bajo el principio de que los ingresos en los buenos tiempos cubran los egresos de los malos, en un manejo gubernamental con perspectiva de mediano y largo plazo.

Bibliografía

Alarco, G. y P. del Hierro (2006), "Lecciones de Política Fiscal Anticíclica Norteamericana para América Latina", *Investigación Económica*, vol. LXV, México, pp.159-201.

Alesina, A. y T. Bayoumi (1996), "The Costs and Benefits of Fiscal Rules: Evidence From U.S. States", *NBER Working paper series* 5614, junio, 14 p.

Bailey, J.J. (1999), *Has Fiscal Policy Helped Stabilize the Postwar Economy Background Calculations*, State University of New York at Albany, julio, 54 p.

Blinder, Alan S. and Mark W. Watson (2016), "Presidents and the US Economy: An Econometric Exploration", en *American Economic Review,* 106 (4), pp. 1015-1045.

Bureau of Economic Analysis del US Department of Commerce (2002), *National Accounts Data*.

Cortázar, R. *et al.* (1986)*, Políticas macroeconómicas, una perspectiva latinoamericana*, Santiago-Chile, CIEPLAN, 409 p.

Feldstein, M. (2001), "Social Security Reform and Fiscal Policy in the Clinton Administration", *Harvard University Conference on Economic Policy in the 1990s*, 29 de junio, 5 p.
Fernández, A. *et al.* (1993), *Política económica*, McGraw Hill, España, 554 p.
Sachs J. y F. Larraín (1993), *Macroeconomía en la economía global*, Prentice Hall Hispanoamericana, 789 p.
Fondo Monetario Internacional (varios años), *Estadísticas Financieras Internacionales, Yearbook*.
Grossman, H. (1995), "American Fiscal Policy in the 1990's", *NBER Working paper series* 5109, mayo, 10 p.
Makin, J. (1989), "The Impact of Fiscal Policy on the Balance of Payments: Recent Experience in the United States", en M. Monti, *et al., Fiscal Policy, Economic Adjustment and Financial Markets*, FMI-Centro di economia monetaria y finanziana, pp. 54-71.
Marcel, M. *et al.* (2001), *Balance estructural del gobierno central, metodología y estimaciones para Chile, 1987-2000*, Estudios de Finanzas Públicas, Dirección de Presupuestos, Ministerio de Hacienda, Gobierno de Chile, septiembre, 102 p.
Mountford, A. y H. Uhlig (2002), "What are the Effects of Fiscal Policy Shocks?", *Center Discussion paper* 2002-31, abril, 39 p.
Perotti, R. (1998), *Fiscal Policy in Good Times and Bad*, Columbia University and CEPR, noviembre, 42 p.
Perotti, R. (2002), *Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD Countries*, European University Institute, junio, 50 p.
The White House (2001), "The Clinton-Gore Administration, a Record of Progress", en *The Clinton Presidency: Historic Economic Growth*, 18 p.
US Deparment of State (2005), "Monetary and Fiscal Policy in U.S.", en *Country Studies*, 8 p.
Walton, G. y H. Rockoff (1994), *History of the American Economy*, Dryden Fort Worth, 7a edición, 733 p.
Wikipedia, *The Free Encyclopedia*, disponible en <http://en.wikipedia.org/wiki/New_Deal>.

Una reconsideración de las perspectivas económicas de México

*Julio López G.**

El pobre desempeño económico de México durante ya más de tres décadas y la baja de la tasa de acumulación de capital han dañado seriamente sus perspectivas de crecimiento futuro. No obstante, el panorama para este país no tiene por qué ser necesariamente adverso, y en este artículo discuto por qué hay razones para el optimismo si se aplica una estrategia económica que ponga el acento en el crecimiento y el pleno empleo. Es evidente que una propuesta detallada está por encima de las capacidades de un solo autor, y aquí ofrezco apenas sugerencias generales referidas a temas macroeconómicos básicos. Muchos lectores se darán cuenta de que la mayoría de las ideas propuestas no son particularmente novedosas; lo que hago es sobre todo rescatar y ahondar en conceptos desarrollados por economistas latinoamericanos estructuralistas, revividos recientemente por dos miembros destacados de dicha escuela: "Vivir con lo nuestro" (Aldo Ferrer) y "El desarrollo desde dentro" (Osvaldo Sunkel). En este contexto, pretendo demostrar que:

a) A pesar del estancamiento económico y las bajas tasas de acumulación de capital por más de tres décadas, México tiene abundantes recursos ociosos. Su principal tarea debería ser, por tanto, poner a trabajar dichos recursos ociosos y, en particular, la fuerza de trabajo desempleada y el equipo de capital sin utilizar.
b) Un mayor uso de las capacidades productivas ociosas y de la mano de obra desempleada actuales puede hacer posible una recuperación eco-

* Universidad Nacional Autónoma de México. Este trabajo se pudo realizar gracias al apoyo económico de DGAPA-PAPIIT, a través del Proyecto IN301606. Quiero agradecer por sus sugerencias a A. López, G. Bracho, A. Hofman y Tony Thirlwall, así como a Fernando C. de Carvalho, con quien desarrollé en otro trabajo algunas de las ideas expuestas aquí (López y Carvalho, 2008). Pero mi deuda mayor es con Ignacy Sachs, con quien he discutido a lo largo de muchos años los temas de este artículo. Traducción del inglés de Luis Reyes Ortiz.

nómica. Así, México puede lograr reanudar su crecimiento a tasas elevadas en el corto plazo. El principal problema, sin embargo, es cómo llevar esto a cabo de manera tal que se garantice el equilibrio externo.

c) Un estímulo al tipo de cambio real, acompañado de medidas por el lado de la oferta que beneficien a los productores nacionales puede contribuir, en el corto plazo, a hacer crecer los niveles de producción y empleo en condiciones de balance externo. Una devaluación compensada también puede ayudar a hacer frente a problemas sociales y económicos asociados con la depreciación de la moneda.

d) La aceleración del crecimiento en el futuro cercano podría facilitar el logro de una alta tasa de crecimiento en el mediano y largo plazos, ya que la mayor demanda y utilización de capacidad traen consigo mayores ganancias, las cuales pueden ser reinvertidas. Sin embargo, una estrategia de crecimiento de mediano y largo plazo implica también una cuidadosa estrategia de inversión.

e) Una estrategia de inversión debe tener tres objetivos. En primer lugar, deben llevarse a cabo esfuerzos para reducir los desembolsos de capital por unidad de producto. Segundo, deben canalizarse inversiones para abrir nuevas posibilidades de exportación y nuevas áreas para sustituir importaciones. Tercero, deben crearse industrias selectas que fomenten el progreso técnico.

El artículo está organizado como sigue. En la introducción discuto algunas cuestiones generales. En las secciones dos y tres considero las estrategias de crecimiento de México en el corto y largo plazos, respectivamente. En la cuarta sección discuto políticas distributivas. Concluyo el artículo con algunas consideraciones finales generales.

Introducción

Cuando la tarea por realizar es concebir y poner en práctica una política económica progresiva en la realidad actual, surgen dos tipos de dificultades. La primera involucra los obstáculos objetivos, que analizaré detalladamente a lo largo de este trabajo. Sin embargo, en esta introducción me gustaría centrarme en una segunda dificultad, más sutil que la primera, y que involucra asuntos subjetivos o ideológicos.

El problema es que la puesta en marcha de una estrategia económica progresista no solamente afectaría los intereses de las clases privilegiadas de la sociedad, las cuales naturalmente se oponen a cualquier intento de

limitar sus privilegios políticos y económicos. El problema es, también, que el mero diseño de tal estrategia rompería radicalmente con lo que es actualmente el paradigma predominante en economía. Ahora bien, este paradigma no es para nada robusto. Se basa en la errónea idea teórica de que se puede lograr un óptimo económico (un óptimo de Pareto, para utilizar nuestra jerga de economistas) en un sistema capitalista de libre concurrencia, sin necesidad de recurrir a la intervención estatal. Antes y después de Keynes se han hecho todo tipo de intentos para demostrar esta hipótesis, pero todos ellos han fallado, incluso cuando se usan técnicas matemáticas cada vez más refinadas (Ingrao e Israel, 1990). La historia económica tampoco presta apoyo alguno a la idea de que se logren el pleno empleo de los recursos y el rápido crecimiento en una economía capitalista sin (o con poca) intervención estatal (Korpi, 2002).

Sin embargo, a pesar de la falta de bases teóricas o históricas sólidas, el paradigma en cuestión se ha reinstalado, en una especie de "restauración de los Borbones", en las ideas y la visión de la mayoría de los economistas y políticos, así como del común de la gente, y es considerado hoy un tipo de verdad revelada y absoluta. La aceptación incondicional del paradigma es una de las razones de por qué las propuestas hechas por partidos políticos o grupos progresistas por lo general no son muy diferentes de aquéllas formuladas por partidos o grupos conservadores.

En el pasado, no obstante, los del campo progresista compartíamos ideas básicas que nos separaban radicalmente de los del campo conservador.

Una de ellas sostenía que la sociedad, a través del Estado, puede y debe diseñar mecanismos y aplicar políticas que garanticen el pleno empleo y mejoren las condiciones de vida para la mayoría. En verdad, la noción de que la intervención estatal en la economía es indispensable para corregir las fallas del mercado y para promover el crecimiento no es un patrimonio exclusivo de la izquierda. Estas ideas fueron aceptadas desde fines de la Segunda Guerra Mundial y hasta aproximadamente mediados de la década de los setenta del siglo pasado, aunque a veces de mala gana, incluso por partidos conservadores. Tanto así, que la intervención estatal, en gobiernos con ideologías diferentes, hizo posible que países capitalistas desarrollados crecieran mucho más rápido de lo que habían crecido anteriormente a lo largo de su historia.[1]

[1] Con el advenimiento del "Estado de bienestar" se logró una importante reducción del desempleo y una gran mejora del nivel de vida de las mayorías. Dicha "reforma crucial" (para usar el término apto acuñado por Kalecki y Kowalik, 1971 [1991]) fue un factor clave que contribuyó a que se concibiera al socialismo como posible gracias a una evolución gradual, basada en el desarrollo y la transformación del capitalismo mismo. Las razones por las que las medidas de

Algo parecido a lo que sucedió con países capitalistas avanzados pasó en México.[2] El llamado "milagro mexicano" de los años cincuenta y sesenta, cuando el PIB por habitante creció a una tasa anual de casi 3.5% (con un aumento más de 50% en 15 años), no estuvo basado en capitalismo de competencia perfecta, sino que incluyó una significativa dosis de intervencionismo estatal (Guerrero, 2005; Suárez, 2005; Gracida, 2005). El cambio de trayectoria, comenzado a mediados de los ochenta, trajo consigo un deterioro del desempeño económico. El PIB por habitante se ha mantenido estancado durante todo el periodo en el cual la estrategia denominada "neoliberal", a falta de un mejor término, se inició y se consolidó.

El cambio de estrategia que se necesita en México actualmente requiere que el Estado recupere un papel activo, y que la política económica puesta en marcha tenga como objetivos asegurar la plena utilización de los recursos, la acumulación del capital necesario para el crecimiento sostenido de largo plazo y los equilibrios interno y externo. En el resto de las páginas de este documento formularé algunas ideas al respecto.

Discutiendo el corto plazo

El potencial de crecimiento en el corto plazo de México es aún importante. La baja utilización de una parte de su capacidad productiva y de mano de obra es prueba de su potencial. Además, toda evidencia disponible muestra que hay factores de la producción que permanecen sin utilizarse, incluso en el punto más alto del ciclo económico, lo que refleja un defecto sistémico y no una situación coyuntural.

Primero, se sabe que el desempleo de mano de obra es muy amplio. Cierto, las tasas de desempleo abiertas son bajas (fluctúan entre 4 y 5% del total de la mano de obra), pero el desempleo disfrazado es alto. Algunas estimaciones mencionan tasas apenas inferiores a 40% de la población económicamente activa. El desempleo sería mucho mayor si México no tuviera la

---

administración de la demanda fueron abandonadas en países capitalistas avanzados son magistralmente discutidas por Korpi (2002).

[2] Muchos gobiernos latinoamericanos intervinieron decididamente en la economía para hacer frente a la crisis mundial de los años treinta. Sin embargo, hasta donde sé, el primer plan coherente en estas líneas fue propuesto (aunque no puesto en marcha) en Argentina a finales de 1933, curiosamente bajo un gobierno de derecha y fue ideado por Raúl Prebisch (Prebisch, 1991-1993, vol. II, cap. 92). Celso Furtado explica desde dentro cómo la compra del superávit de café por parte del gobierno de Brasil implicó una expansión del gasto deficitario, lo que mantuvo la demanda agregada e interna, así como el empleo. En sus palabras, "El valor del producto [café] destruido fue mucho menos del valor de su ingreso creado. De hecho, estábamos construyendo las famosas pirámides de Keynes" (Furtado, 1962:198).

válvula de escape de la emigración a Estados Unidos. Finalmente, nótese que no es el caso que los desempleados no tengan la habilidad suficiente para obtener un trabajo. De hecho, los trabajadores calificados y los no calificados están representados casi en la misma proporción entre los desempleados.

Segundo, aunque difícil de encontrar, y algo debatible en el terreno metodológico, la información disponible sugiere que un gran porcentaje de la capacidad productiva permanece hoy en día ocioso. Una importante evidencia proviene de la respuesta de administradores de empresas manufactureras a encuestas. De acuerdo con las encuestas del INEGI, a fines de 2017 las empresas utilizaron alrededor de 80% de su capacidad, y dicha tasa nunca excedió 85% en el periodo que va de 1996 a 2017.

México se beneficiaría si utilizase la capacidad productiva ociosa, ya que el costo de oportunidad de producir con la capacidad productiva ociosa de hoy en día está, en general, por debajo del precio internacional de los productos involucrados (López y Huerta, 2006). En otras palabras, es más provechoso utilizar dicha capacidad para exportar o sustituir importaciones, incluso si esto requiriese subsidiar a los productores internos, que dejarla sin utilizar. Además, la tasa de capacidad ociosa proporciona una medida aproximada de cuánto pudiera aumentar la producción. No siempre sería fácil ampliar la producción, ni podría el país lograr esto en un día o dos, pero no es imposible. Pero entonces, ¿cómo podría lograr esto México? Ésta es la pregunta que trataremos de responder a continuación.

Promover una expansión económica de corto plazo requiere, en primer lugar, de un *incremento de la demanda acompañado de una política crediticia expansiva selectiva*. La mayor demanda y las mayores ventas aumentan el empleo, los salarios y las ganancias. La disponibilidad de crédito en abundancia y barato a los productores internos contribuiría a una alta elasticidad de la oferta. Las mayores ganancias mejoran las expectativas y los ahorros propios de las empresas, estimulando la inversión.

Sin embargo, una mayor producción requiere también de mayores importaciones. En consecuencia, para mantener el balance externo, *un segundo requisito de la estrategia de recuperación del crecimiento es dedicar esfuerzos adicionales para mejorar la competitividad de la producción interna.*

La competitividad puede mejorar con un mayor tipo de cambio real,[3] sin embargo, una gran depreciación de la moneda, lo cual es una forma de elevar el tipo de cambio real en el corto plazo, también genera problemas. En particular, puede afectar negativamente el consumo y la inversión, además de que contribuye al aumento de la inflación. Alguna evidencia muestra que

[3] Siguiendo a la convención latinoamericana, defino aquí al tipo de cambio real como el tipo de cambio nominal multiplicado por la relación de los índices de precios internacional y nacional.

los efectos negativos en la demanda interna no son, por lo general, compensados por la mejora de la balanza comercial, generada por la depreciación.[4]

Si descartamos una gran devaluación, ¿cómo puede México lograr un aumento lo suficientemente grande del tipo de cambio y de su competitividad? Hay alternativas, todas basadas en la noción de la "devaluación compensada", propuesta hace algún tiempo por dos economistas latinoamericanos (Schydlowsky, 1967; Diamand, 1973).[5]

Una posibilidad sería subsidiar la producción interna. Los subsidios podrían tomar la forma de exenciones a las empresas de las cargas impositivas asociadas a la nómina salarial.[6] Naturalmente, el gobierno –en colaboración con representantes del sector privado– debería asegurar que se transfieran a los consumidores los menores costos, evitando que ello signifique simplemente un aumento de los márgenes de ganancia. Para evitar ir en contra de las reglas del GATT, el Estado podría otorgar subsidios sólo a la producción para la venta en el mercado interno, como Keynes propuso alguna vez (Keynes, 1943).[7]

Podrían lograrse resultados análogos mediante una depreciación de la moneda compensada con un descuento al impuesto al valor agregado para los bienes de consumo básico, o compensada con subsidios a los grupos de bajos ingresos. De manera alternativa, el banco central podría poner en su lugar un sistema dual de tipo de cambio, donde a los exportadores se les pague una tasa mayor y a los insumos básicos para exportación se les dé un tipo de cambio preferencial.

Existen otras alternativas para lograr un tipo de cambio competitivo, al mismo tiempo que se asegura la estabilidad de los precios y de los salarios reales. De hecho, las experiencias históricas de México y de América Lati-

[4] El artículo de Krugman y Taylor (1978), donde se analizan más formalmente dichos problemas, vale la pena leerse. Véase también Taylor (1988), y en la experiencia mexicana véanse, por ejemplo, López, 1998, y Castro *et al*, 1997.

[5] La noción de la devaluación compensada fue originalmente planteada en el contexto de una reflexión de por qué las economías latinoamericanas no exportaban bienes manufacturados, y de una propuesta de política para superar dicha situación. El argumento era que, mientras el sector manufacturero estuviera protegido en el mercado interno, no podía competir a nivel internacional, porque la protección aumentaba simultáneamente el costo de los insumos por encima de los niveles mundiales. Por ende, la propuesta de Schydlowsky y Diamand era combinar la depreciación monetaria con la reducción de aranceles. También sugirieron que se gravaran las ganancias extra de los productores de bienes primarios que antes de la devaluación ya eran muy rentables por gozar de una renta diferencial.

[6] En México, el costo adicional al salario para la empresa de un trabajador es cerca de 25% de su paga.

[7] Los subsidios han sido criticados por varias razones. A menudo dichas críticas ocultan convicciones ideológicas; pero también es cierto que los subsidios presentan difíciles problemas, y las autoridades deben tomar medidas para minimizarlos. No puedo discutir este tema aquí, pero creo que vale la pena leer a Galbraith (1952).

na son ricas en alternativas, y debemos estudiarlas con más conciencia de lo que normalmente se hace. La elección de una u otra de dichas alternativas dependería de muchos factores, tales como sus efectos relativos en el consumo masivo, sus requisitos administrativos y las circunstancias del país en el momento.

De cualquier forma, la posibilidad de establecer y de mantener un tipo de cambio a una tasa competitiva requerirá de algún grado de control de los movimientos de capital (Bhaduri y Matzner, 1990; Steindl, 1990; Frenkel, 2006). Es cierto que si el país tiene una balanza externa equilibrada es menos probable que quede expuesto a los vaivenes de los movimientos de capital especulativo, pero no debemos tampoco olvidar que los mercados financieros internacionales son muy volátiles y que los choques externos pueden tener consecuencias desastrosas. A propósito, México tuvo una corta experiencia con controles de capital a principios de la década de los ochenta. Funcionó mientras estuvo en vigor y se abandonó sólo porque el gobierno cambió y la administración entrante estaba en contra de dicha medida, en tanto que también las organizaciones financieras internacionales las combatían de manera radical.

El crecimiento de mediano y largo plazo

En los párrafos anteriores nos referimos al corto plazo, y ahora consideraremos las necesidades de una estrategia de mediano y largo plazos. Iniciamos la discusión con los aspectos más básicos del crecimiento, aquellos relacionados con el lado de la oferta, y para llevar a cabo la exposición hago uso de dos modelos simples y bien conocidos.

El primero se refiere al crecimiento de la capacidad productiva potencial, la versión que utilizaremos fue propuesta por Kalecki (1969, 1970).[8] Sean r^k la tasa de crecimiento de la capacidad productiva potencial, i la tasa de inversión (bruta) y k la relación técnica capital-producto (esto es, el número de unidades que se requieren para, efectivamente, producir una unidad). Sea d la tasa de depreciación y u la tasa anual *extra* de crecimiento de la producción potencial que un país podría obtener si utiliza mayor y mejor capacidad productiva existente (nos referimos a i, u y d como proporciones del PIB). Especificamos la tasa de crecimiento de la capacidad productiva como:

$$r^k = \frac{i}{k} + u - d \qquad (1)$$

[8] Es casi innecesario recordar que ésta es una versión del conocido modelo llamado comúnmente Harrod-Domar.

Esta sencilla fórmula muestra que, dados k, *u* y *d*, la capacidad productiva potencial puede aumentar sólo si la tasa de la inversión *i* aumenta. Sin embargo, nótese que k, *u* y *d* son parámetros que un país puede modificar, hasta cierto punto, con medidas de política económica. De esta manera, puede aumentar *u* utilizando más (y mejor) la capacidad productiva. Asimismo, al alargar el tiempo de vida de la capacidad productiva podremos reducir *d*. Finalmente, se puede reducir la relación capital-producto k, recurriendo a técnicas más intensivas en mano de obra cuando ello sea posible.

El segundo modelo está basado en Prebisch (1951) y fue revivido más recientemente por Thirlwall (1979). Supongamos una situación inicial con una balanza comercial en equilibrio. Prebisch y Thirlwall demostraron que bajo ciertos supuestos, y en particular suponiendo un tipo de cambio real dado y haciendo abstracción de los flujos de capital, la tasa de crecimiento del producto compatible con el equilibrio externo r^x se puede expresar como:

$$r^x = \frac{x}{\pi} \qquad (2)$$

Donde *x* es la tasa de crecimiento de las exportaciones y π es la elasticidad ingreso de las importaciones. La evidencia empírica sugiere, primero, que a pesar de que un país puede usar el tipo de cambio como un instrumento de política, no puede hacerlo recurrentemente. Y, segundo, muestra también que muy pocos países pueden mantener un constante superávit de importaciones, de manera que en el largo plazo las importaciones tienden a financiarse a través de los ingresos obtenidos con las exportaciones. Consecuencia de lo anterior es que, generalmente, la restricción sobre el crecimiento del producto es la tasa de crecimiento de la capacidad para importar, misma que está determinada por la tasa de crecimiento de las exportaciones y por la elasticidad ingreso de las importaciones, tal como expresa la ecuación (2).

Ahora bien, basados en la ecuación (1), propondría que la estrategia de inversión de México debe ser dar prioridad, en primer lugar, a la inversión indispensable para hacer posible la más completa y eficiente utilización de la capacidad productiva heredada. En verdad, hay muchos casos en los que el desempleo de la capacidad productiva se debe a cuellos de botella a nivel empresarial, o a nivel macro, que dificultan la completa o eficiente utilización del capital. En determinadas circunstancias, para corregir los problemas se requerirán inversiones o reformas organizativas, o de ambas, que implican un mayor tiempo de gestación. Por ende, un uso más completo de la capacidad productiva requiere también de inversiones. Asimismo, por las razones ya discutidas, la estrategia de inversión debe privilegiar aquella ne-

cesaria para alargar el tiempo de vida de la capacidad productiva, y aquella intensiva en trabajo y que tiene una baja relación capital-producto.

Se deduce del punto anterior que México podría lograr un ritmo de crecimiento de largo plazo satisfactorio con un aumento relativamente pausado de la tasa de inversión. No quiere decir esto que la tasa de inversión no se deba aumentar, sino más bien que no se necesita aquí proponer una tasa de inversión excesiva.

Los pioneros de la economía del desarrollo (Rosenstein-Rodan, 1943; Mandelbaum, 1945; Prebisch, 1951; Furtado, 1953) favorecieron este enfoque. Sin embargo, notemos que esta propuesta difiere de la promovida por la literatura de estrategia industrial hoy predominante, a la que denominaré en lo que sigue estrategia "modernizadora". Esta última da preferencia a un drástico aumento de la tasa de inversión, a la rápida renovación de la capacidad productiva y a la inversión en actividades nuevas y técnicamente sofisticadas. En cambio, aquí propongo un aumento pausado de la tasa de inversión, priorizando las inversiones con técnicas de baja intensidad de capital, así como las inversiones complementarias que son necesarias para utilizar al máximo la capacidad productiva antigua.

Los defensores de una estrategia "modernizadora" probablemente criticarían el enfoque que aquí proponemos, argumentando que México necesita acelerar el progreso técnico y el ritmo de crecimiento de la productividad del trabajo. Probablemente agregarían que una mayor productividad del trabajo significa menores costos y hace a la producción nacional más competitiva, lo cual es necesario para mantener la balanza comercial equilibrada.

Más adelante matizaré algo la opción que aquí favorezco, pero antes quiero discutir brevemente el enfoque de modernización rápida para un país como México. Creo que los proponentes de la estrategia "modernizadora" pierden de vista algunos temas importantes. Por un lado, no consideran que esa estrategia implicaría mayores costos. Dichos costos vienen en dos formas. Primero, implicaría una mayor tasa de inversión y una menor tasa de consumo, necesaria para lograr la misma tasa de crecimiento del producto. Pero una tasa demasiado alta –del orden de 30 o 40%, como en China, por ejemplo– puede exigir tales sacrificios a las generaciones presentes que podría no ser viable con métodos democráticos. Segundo, esa estrategia estaría asociada a una mayor propensión a importar, ya que las líneas modernas de producción y de tecnología sofisticada tienen un mayor contenido de importaciones.

Por otro lado, los proponentes de la rápida modernización tampoco parecen sacar las implicaciones del hecho de que la competitividad no depende directamente de la productividad, sino de los costos. Consideremos el caso desde el punto de vista de la economía como un todo. Aquí lo que importa

son los costos de oportunidad de los factores, esto es, cuánto perdemos en la producción si quitamos al factor x de donde éste es menos eficiente. Cuando un país tiene recursos ociosos, su costo de oportunidad es cero. La justificación de un tipo de cambio más alto, o de subsidios a la exportación o a la sustitución de importaciones es, precisamente, acercar los costos y precios privados a los costos y precios sociales, para orientar la inversión y el uso de los recursos de acuerdo con la disponibilidad de factores.

Más aún, el énfasis aquí recomendado no dificultaría, sino estimularía la inversión, el progreso técnico y la modernización. Con una tasa relativamente modesta de inversión, México lograría mayores niveles de producción, empleo, salarios y ganancias en el corto plazo. Los niveles de empleo y consumo, así como las ganancias, serían mayores en una etapa inicial. Las mayores ganancias estimularían mayores inversiones. Por el otro lado, una parte del incremento del consumo iría a mayores gastos en educación. El mayor empleo y el mayor gasto en educación propiciarían una calificación y entrenamiento más veloz de la fuerza de trabajo.

Reconozco que, desde cierto punto de vista, el énfasis de esta estrategia implica disminuir la modernización. Pero aquí el argumento postulado hace tiempo por Kalecki (en su importante pero poco conocido estudio de la economía israelí), sigue siendo válido:

> La inversión en ramas de la industria donde todavía existe capacidad sin utilizar, a pesar de que el proceso implicaría una modernización considerable, es un lujo que, por ahora, no puede permitirse la economía. Este es especialmente el caso, ya que [...] en Israel [...] no hay escasez de fuerza de trabajo en este momento y, por lo tanto, esta forma de modernización, cuyo objetivo sería ahorrar trabajo, no tiene mucho sentido desde el punto de vista de la economía como un todo. Podría argumentarse que la modernización es necesaria para reducir costos y, por ende, incrementar la capacidad para competir en el exterior, lo que aumentaría las exportaciones. Sin embargo, desde el punto de vista del ahorro de moneda extranjera, el cual es el factor más escaso en la economía israelí, es mucho más razonable pagar primas de exportación, sin importar qué tan poco natural parezca tal forma de subsidio a métodos de producción obsoletos (Kalecki, 1951, p. 103; traducción propia).

Sin embargo, de acuerdo con el modelo Prebisch-Thirlwall (ecuación 2), un ritmo alto de crecimiento del producto sólo es sostenible si va acompañado de un fuerte aumento del ritmo de crecimiento de las exportaciones, y de una baja elasticidad-ingreso de las importaciones. Ello plantea un segundo requerimiento de la estrategia de largo plazo, el cual es asegurar un crecimiento acelerado de la inversión tanto en las industrias exportadoras como en aquéllas capaces de sustituir importaciones.

En este contexto, no está de más recordar que la experiencia histórica de sustitución de importaciones ha sido muy criticada, y que la sustitución de importaciones misma se dejó casi totalmente de lado en la experiencia reciente mexicana, en contraste con lo sucedido con el estímulo a las exportaciones. Así fue como México logró tasas de crecimiento de exportaciones fenomenales; pero esto ocurrió junto con un drástico aumento de la elasticidad de la demanda de importaciones, el cual estuvo, en gran medida, motivado por la creciente necesidad de insumos importados necesarios para las exportaciones.[9] El aumento de la elasticidad de importaciones es, por su parte, la razón principal de por qué la alta tasa de crecimiento de las exportaciones no ha sido acompañada por una alta tasa de crecimiento del producto.

Podríamos comparar las diferentes experiencias de México y China en este aspecto. Entre 1980 y 1997 la participación de las exportaciones manufactureras de México en el total de exportaciones manufactureras mundiales creció 2.0 puntos porcentuales, pero su participación en el valor de la manufactura cayó 0.7 puntos porcentuales. En contraste, en China los cambios fueron de 2.7 y 2.05, respectivamente.

Un tipo de cambio real competitivo y estable es fundamental para impulsar la canalización de inversiones hacia los sectores de bienes transables; por ello concuerdo con la afirmación de Frenkel (2006) acerca de que la preservación de un tipo de cambio real competitivo y estable (TCRCE) es de las mejores contribuciones que puede hacer la política macroeconómica al crecimiento y al empleo. Es verdad que la moneda nacional no puede depreciarse continuamente, sin embargo, un tipo de cambio real, competitivo y estable estimula las inversiones hacia las industrias exportadoras y sustituidoras de importaciones. Esto último, a su vez, aumenta la capacidad productiva y la productividad del trabajo, mejorando así las condiciones de las ramas de oferta de exportaciones y de competencia de importaciones.

Ésta es, nuevamente, una importante lección de la experiencia de China (y de los países del este de Asia, en general), donde las altas tasas de crecimiento de las exportaciones no se lograron depreciando continuamente la moneda, sino a través de continuas ganancias de competitividad en el sector de bienes transables.

[9] El patrón de exportaciones de México tiene dos características negativas adicionales. Por un lado, las exportaciones tan sólo vienen de un reducido número de empresas tecnológicamente avanzadas, la mayoría de ramas de transnacionales. Por otro lado, las exportaciones están fuertemente sesgadas a favor de los bienes de "alta" tecnología e intensivos en capital, y en muchos casos el proceso interno de producción está limitado al ensamblaje de partes y piezas importadas.

Agregaría, sin embargo, al planteamiento recién citado de Frenkel, que el tipo de cambio no es el único instrumento para orientar la inversión, y que las inversiones hacia los sectores productores de transables también se deberían estimular por caminos más directos, tales como los créditos preferenciales, por ejemplo. En este sentido, sería muy importante recuperar la experiencia pasada de México, donde el gobierno, conjuntamente con el sector privado, planificaban las prioridades de inversión tomando en cuenta la demanda interna e internacional futuras, y creaban empresas de capital mixto para establecer industrias claves en las actividades correspondientes.

Por último, pero no menos importante, la estrategia de inversiones debe cimentar el camino para que el país adquiera capacidades tecnológicas autónomas. Parece ser que hay algunas industrias particulares, a veces muy intensivas en capital, que pueden incentivar el progreso técnico. El último está limitado cuando dichas industrias generadoras de tecnología están ausentes y el país corre el riesgo de perder bases para el desarrollo tecnológico autónomo. Con frecuencia toma tiempo que maduren dichas industrias. Esto hace necesario iniciarlas en etapas de industrialización relativamente tempranas. Ésta no parece ser una tarea imposible para un país de un nivel medio de desarrollo. Debemos recordar que Corea y Taiwán, por ejemplo, no tuvieron éxito en fundar algunas industrias de tecnología avanzada en etapas tempranas de su desarrollo.

Consideremos ahora los aspectos de demanda en una estrategia de largo plazo. Partiré con un par de afirmaciones muy básicas. La primera es que los tres principales impulsores del crecimiento por el lado de la demanda deberán ser la inversión privada, el gasto público y el consumo de los sectores de bajos ingresos. La segunda afirmación está muy relacionada con la anterior. Se trata de que en una economía moderna el Estado puede, y debe, modular la demanda agregada usando de manera combinada las políticas fiscal y monetaria, y que su capacidad de hacerlo se amplía si está dispuesto a usar controles administrativos, que en las economías periféricas son más necesarios que en aquellas desarrolladas. En verdad, sostener que el Estado puede modular la demanda sería una afirmación trivial e innecesaria, si no fuera porque en el paradigma teórico hoy dominante –algo menos en el quehacer práctico de los gobiernos– esa posibilidad se niega. Aquí, al contrario, esa posibilidad se reconoce y se defiende. Es más, se afirma que el único criterio válido para medir la sostenibilidad de las políticas de demanda es que éstas deben contribuir al pleno aprovechamiento y ampliación de las capacidades productivas, así como al equilibrio externo y de los precios en condiciones de alto crecimiento. Esta afirmación puede parecer demasiado general, pero creo que carece de sentido intentar capturar a través de una fórmula un tema tan complejo.

Me referí antes a la necesidad de elevar –pausadamente– la tasa de inversión y ahora me ocuparé de la demanda gubernamental. Hay al menos tres razones que justifican elevar de manera significativa el gasto público. La primera es que la inversión pública puede ser clave para eliminar cuellos de botella que limitan el pleno uso de la capacidad instalada o desestimulan su ampliación. La segunda razón también se mencionó antes; se trata de que el gasto público productivo debería contribuir a la corrección de las distorsiones del mercado por caminos complementarios a la modificación de los precios clave de la economía. Por ejemplo, si no resultara factible una devaluación drástica de la moneda nacional, los créditos preferenciales o los subsidios a la producción nacional ayudarían a mejorar la competitividad de nuestras exportaciones y de los sustitutos de las importaciones. También, los subsidios y mecanismos focalizados suelen ser más eficaces para dar apoyo productivo a ciertos sectores, como por ejemplo los empresarios informales. La tercera razón es que en México el gasto público en servicios básicos a la población, como salud y educación, es sumamente reducido y es indispensable corregir esa distorsión.[10]

Conviene dejar en claro que si bien el gasto público material debe aumentar, el pago de intereses sobre la deuda del Estado debería reducirse por la vía de una drástica rebaja de la tasa de interés. En la actualidad ese pago representa en México alrededor de 16% del gasto del gobierno y 4% del PIB. De manera que hay mucha tela de donde cortar antes de acercarse siquiera a la "eutanasia del rentista" que Keynes proponía.

De cualquier forma, surge aquí la pregunta de cómo financiar un gasto público en ascenso. En este contexto resulta útil tomar como punto de partida un artículo clásico de Kalecki sobre políticas económicas en economías de capitalismo avanzado. Kalecki consideró tres vías mediante las cuales podría lograrse un crecimiento suficiente de la demanda como para asegurar el pleno empleo tanto de la fuerza de trabajo como del equipo de capital. La primera vía es el gasto público deficitario, la segunda es el estímulo a la inversión privada y la tercera es redistribuir el ingreso en favor de los grupos de ingresos bajos.

En ese trabajo ya citado, y en varios otros, Kalecki demostró que el gasto deficitario contribuye a elevar la demanda y el empleo, que el mismo no generará inflación si hay capacidades ociosas amplias y que no elevará la tasa de interés si va acompañado de una política monetaria activa.[11] Sin em-

[10] Entre 1990 y 2004 el gasto público total representó en México, en promedio, poco menos de 18% del producto. En Brasil el gasto público representa cerca de 36% del GDP. En los países de la OCDE el porcentaje correspondiente fue de 35.4%, y en Francia fue de 42.6 por ciento.

[11] Por cierto, esta afirmación de Kalecki es similar, y fue expuesta de manera contemporánea, a la noción de "finanzas funcionales" de Abba Lerner (1943).

bargo, él se mostró más bien partidario de financiar el mayor gasto público con impuestos a los sectores de altos ingresos. Tal preferencia no la justificaba por un supuesto impacto inflacionario mayor del déficit, ni tampoco por una eventual necesidad del Estado de obtener dinero del sector privado. Ella se fundamentaba en la necesidad de limitar la expansión del consumo de los sectores ricos de la población. En México, donde la concentración de la renta es excesiva y el consumo suntuario enorme, esa opción de gravar a los grupos de altos ingresos es ciertamente muy válida. Por lo demás, si los impuestos recaen sobre las ganancias de las firmas, ellos no necesariamente restarán estímulos a la inversión privada, por cuanto el mayor gasto gubernamental y las ventas más altas compensan en parte la caída de la ganancia unitaria neta de impuestos (Kalecki, 1990 [1937]).

Por último, respecto al crecimiento del consumo privado de los sectores de bajos ingresos, éste debería verse estimulado en primer término por el crecimiento del empleo asalariado, y también por un esfuerzo específico de redistribución del ingreso en favor de los más pobres.

Sin embargo, en el contexto de México la redistribución del ingreso por la vía de alzas salariales generalizadas no parece ser la mejor solución. Esas alzas se transmiten normalmente a los precios y ello tiene dos efectos perversos. Por un lado, dificultan mantener un tipo de cambio competitivo y estable. Por el otro, perjudican a los más pobres, que en México no son asalariados en empresas formales sino campesinos sin tierra o con poca tierra, trabajadores por cuenta propia o empleados en establecimientos informales (López, 2005). Para evitar las alzas de precios habría que controlarlos o subsidiar los bienes básicos; estas medidas en general son difíciles de implementar, tanto por razones técnicas y administrativas como políticas. Es por lo anterior que nos parecen más apropiadas dos medidas más focalizadas. Por un lado, el aumento del salario mínimo, que en México ha caído en términos reales alrededor de 69% entre 1983 y 2017, y por el otro, un aumento del salario agrícola real, que es el más bajo de todos los salarios de negociación. Estos aumentos salariales tienen una doble ventaja: por un lado, favorecerían a los más pobres de la población, y por el otro, no se transmiten a los precios.

Para concluir, creo que es importante precisar que aunque es cierto que México puede proponerse alcanzar en el futuro tasas de crecimiento altas, hay también límites de aquellas que será posible alcanzar y sostener. Esos límites tienen que ver con las posibilidades objetivas de conservar el equilibrio externo, por un lado, y la estabilidad de precios, por el otro. Cuando el crecimiento se fuerza demasiado surgen desequilibrios que conducen, tarde o temprano, a la adopción de políticas contraccionistas o cuya solución no es posible en un régimen democrático. Es mejor proponerse una

tasa de crecimiento relativamente alta y estable que una tasa muy alta pero insostenible.

Comentarios finales

He discutido una serie de medidas de política económica que le permitirían a México acelerar el crecimiento en el corto plazo, gracias al pleno y más eficiente uso de la capacidad productiva y de la mano de obra desempleada. Dichas medidas implican una expansión selectiva de la demanda y del crédito a los productores internos, así como mecanismos basados en la noción de "devaluación compensada" que mejoren la competitividad y que mantengan el equilibrio externo cuando se recupere el crecimiento. También sugiero que en su estrategia de largo plazo debe darse preferencia a la inversión intensiva en trabajo y a inversiones para utilizar más plenamente la capacidad productiva, así como también a aquellas que sirvan para alargar la vida útil de éste. Dicha estrategia implicará, muy probablemente, una baja en (la tasa de crecimiento de) la productividad del trabajo, pero parece una opción adecuada en un país donde las reservas de fuerza de trabajo son muy grandes. Sin embargo, la estrategia de largo plazo también debe contemplar nuevas inversiones al sector de bienes transables, para asegurar altas tasas de crecimiento de las exportaciones, así como una sustitución eficiente de importaciones que haga posible mantener controlada la elasticidad-ingreso de las importaciones. Éste es un requisito para preservar la balanza comercial en equilibrio en condiciones de altas tasas de crecimiento del producto. Por último, pero no menos importante, también deberían canalizarse nuevas inversiones hacia sectores y actividades que ayuden a desarrollar las capacidades tecnológicas autónomas.

Finalmente, he señalado que las fuentes de demanda habrán de ser, junto con la inversión privada, el gasto público y el consumo privado, y destacadamente el consumo de los sectores más pobres de la población. Este último debería verse favorecido sobre todo gracias a un fuerte aumento del empleo asalariado y a la redistribución del ingreso, el cual se materializaría gracias a los aumentos del salario mínimo y del salario agrícola.

De cualquier forma, también debemos entender que, sea cual sea el conjunto de medidas concretas adoptadas, una política económica integral para la recuperación y el crecimiento de mediano y largo plazos sólo puede basarse en un pacto renovado entre los sectores público y privado. Dicho pacto funcionó durante su experiencia de economía mixta y le permitió lograr fenomenales tasas de crecimiento económico. Sin embargo, las condiciones de hoy en día son más exigentes. En consecuencia, el rápido crecimiento

requiere una estrategia cuidadosamente planeada, donde todos los sectores sociales estén involucrados y participen.

La nueva estrategia no puede representar un paso hacia atrás en relación con algunas opciones que México ha tomado durante estos últimos años. Entre otras cosas, el fortalecimiento del sector privado, así como la cuidadosa supervisión de los equilibrios macroeconómicos –especialmente el balance externo y la estabilidad de los precios– no están abiertos a debate. De hecho, frecuentemente ocurrieron importantes problemas durante la era de intensa intervención estatal. Para enlistar sólo unos cuantos, mencionamos las presiones inflacionarias, los grandes déficits fiscales, las tasas de interés reales negativas, las empresas públicas poco eficientes, la arbitrariedad en la protección comercial y las múltiples decisiones microeconómicas dejadas innecesariamente en las manos de las autoridades gubernamentales. Nadie quiere ver estos problemas e ineficiencias repetirse en México. En especial quienes defendemos una mayor presencia del Estado en la economía debemos rechazar tajantemente los excesos del pasado.

Por tanto, la estrategia que hemos defendido a lo largo de este trabajo se encuentra en un marco cuya visión reconoce las ventajas de una economía mixta y abierta, y en la que se hacen importantes esfuerzos para que la economía nacional sea muy competitiva en los mercados interno e internacional, así como en la que el mercado se combina con la regulación del Estado.

Para concluir, reconocemos que las políticas económicas y la estrategia que aquí proponemos podrían parecer radicales en la actualidad. Sin embargo, ellas no están lejos de nuestra experiencia histórica y tampoco se distancian de la experiencia de otros países. No obstante, los tiempos han cambiado. Una consecuencia negativa importante de más de tres décadas de neoliberalismo en México ha sido su impacto en la opinión pública. No sólo los promotores del llamado Consenso de Washington, sino incluso la opinión pública, pueden poner en duda una propuesta de estrategia económica diferente de la hegemónica hoy en día. Pero también debemos recordar en este punto el incisivo comentario de Keynes (1963:90):

> Si, en efecto, la opinión pública fuera una cosa inalterable, sería una pérdida de tiempo discutir asuntos públicos. Y, a pesar de que puede ser el principal negocio de los periodistas y de los políticos cerciorarse de sus características efímeras, un escritor debería, en contraste, preocuparse por lo que la opinión pública debiera ser.

Quizá nosotros, "los escritores", podemos hacer una modesta contribución a cambiar el estado de la opinión pública, y hacer menos utópico un cambio radical de la estrategia económica en México.

BIBLIOGRAFÍA

Banco de México (varios volúmenes), "Indicadores económicos".
Bhaduri, A. y E. Matzner (1990), "Relaxing the International Constraint on Full Employment", en *Banca Nazionale del Lavoro Quartely Review*, marzo.
Carvalho, F. y F. Ferrari Filho (2004), "El presidente Lula da Silva en el primer tercio de su mandato", en *Investigación Económica*, vol. 63, núm. 249, pp. 55-74.
Castro, C.; E. Loría y M. A. Mendoza (1997), *EUDOXIO: modelo macroeconométrico de la economía mexicana*, México, Facultad de Economía-UNAM.
De Soto, H. (2000), *The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else*, Nueva York, Random House.
Diamand, M. (1973), *Doctrinas económicas, desarrollo e independencia*, Buenos Aires, Paidós.
Frenkel, R. (2006), "An Alternative to Inflation Targeting in Latin America: Macroeconomic Policies Focused on Employment", en *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 28, núm. 4, pp. 573-591.
Frenkel, R. y J. Ros (2004), "Desempleo, políticas macroeconómicas y flexibilidad del mercado laboral. Argentina y México en los noventa", en *Desarrollo Económico*, vol. 44, núm. 173, abril-junio, Buenos Aires, IDES, pp. 33-56.
Furtado, C. (1953), "La formación del capital y el desarrollo económico", en *El Trimestre Económico*, vol. 20, núm. 77, pp. 88-121.
Furtado, C. (1962), *La formación económica del Brasil*, México, Fondo de Cultura Económica.
Galbraith, J. (1952), *A Theory of Price Control*, Cambridge, Harvard University Press.
Gracida, E. (2005), "La década de 1970 en México: etapa de transición del pensamiento económico", en M.E. Romero, *Historia del pensamiento económico de México*, México, Trillas.
Guerrero, A. (2005), "El pensamiento económico de México: etapa de definición del Estado interventor", en M.E. Romero, *Historia del pensamiento económico de México*, México, Trillas.
Gurrieri, Adolfo (ed.) (1982), *La obra de Prebisch en la CEPAL*, México, Fondo de Cultura Económica.
Hofman, A. (2000), "Standarized Capital Stock Estimates in Latin America: A 1950-1994 Updates", en *Cambridge Journal of Economics*, vol. 4, núm. 1.
Ingrao, B. y G. Israel (1990), *The Invisible Hand: Economic Equilibrium in the History of Science*, Cambridge, Massachusetts, MIT Press.

Kalecki, M. (1944), "Three Ways to Full Employment", en J. Osiatynsky (ed.), *Collected Works of Michal Kalecki*, vol. I, Oxford University Press.
Kalecki, M. (1951), "Report on the Main Current Economic Problems of Israel", en J. Osiatynsky (ed.), *Collected Works of Michal Kalecki*, vol. V, Oxford University Press.
Kalecki, M. (1969), "Introduction to the Theory of Growth in a Socialist Economy", en J. Osiatynsky (ed.), *Collected Works of Michal Kalecki*, vol. IV, Oxford University Press, 1993.
Kalecki, M. (1990 [1937]), "A Theory of Commodity, Income and Capital Taxation", en J. Osiatynsky (ed.), *Collected Works of Michal Kalecki*, vol. I, Oxford University Press.
Kalecki, M. (1993 [1970]), "Theories of Growth in Different Social Systems", en J. Osiatynsky (ed.), *Collected Works of Michal Kalecki*, vol. IV, Oxford University Press.
Kalecki, M. y T. Kowalik (1971 [1991]), "Observation on the 'Crucial Reform' ", en J. Osiatynsky (ed.), *Collected Works of Michal Kalecki*, vol. II, Oxford University Press.
Keynes, J. M. (1963), *Essays in Persuation*, Nueva York, W. W. Norton and Company.
Keynes, J. M. (1980 [1943]), "Proposal for an International Clearing Union", en D. Moggridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. 25, Londres, Macmillan.
Korpi, W. (2002), "The Great Through in Unemployment: A Long-Term View of Unemployment, Inflation, Strikes, and the Profit/Wage Ratio", en *Politics and Society*, vol. 30, núm. 3, pp. 365-426.
Krugman, P. y L. Taylor (1978), "Contractionary Effects of Devaluation", en *Journal of International Economics*, noviembre.
Lerner, A. P. (1943), "Functional Finance and the Federal Debt", en *Social Research*, vol. 10, pp. 38-51.
López, J. (1998), *La macroeconomía de México. El pasado reciente y el futuro posible*, México, Porrúa.
López, J. (1999), "The Macroeconomics of Employment and Wages in Mexico", en *Labour*, vol. 13, núm. 4, pp. 859-878.
López, J. (2005), "Income Distribution in Latin America. Theoretical Considerations and Latin American Experience", en *Economie Appliquee*, tomo LVIII, núm. 3, pp. pp. 81-104.
López, J.; M. Puchet y J. Sánchez (1996), "Profit Margins in Mexico's Manufacturing Industry", en *Metroeconomica*, vol. 51, núm. 1, pp. 102-121.
López, J. y R. Huerta (2006), "Restricción externa, ventajas comparativas y crecimiento económico de México", en *Economía, Teoría y Práctica*, núm. 22, pp. 43-62.

López, J. y Fernando C. Carvalho (2008), "Resuming Growth in Latin America. Short and Long Term Policies", en *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 28, núm. 3 (III), julio-septiembre, pp. 392-413.

Mandelbaum, K. (1945), *The Industrialization of Backward Areas*, Oxford, Basil Blackwell.

Prebisch, R. (1982 [1951]), "Problemas teóricos y prácticos del crecimiento económico", en A. Gurrieri, *La obra de Prebisch en la CEPAL*, México, Fondo de Cultura Económica.

Prebisch, R. (1991-1993), *Obras, 1919-1948*, Buenos Aires, Fundación Raúl Prebisch.

Rosenstein-Rodan, P. (1943), "Problems of Industrialization of Eastern and South-Eastern Europe", en *The Economic Journal*, vol. 53, núm. 210, pp. 202-211.

Schejtman, A. (1982), *Economía campesina y agricultura empresarial*, México, Siglo XXI.

Schydlowsky, D. (1967), "From Import Substitution to Export Promotion for Semi-Grown Up Industries: A Policy Proposal", en *Journal of Development Studies*, vol. III, núm. 4, julio.

Steindl, J. (1990), "Relaxing the International Constraint on Full Employment. A Comment", en *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, núm. 172, marzo.

Suárez, F. (2005), "Dos visiones de la política económica: un debate en la historia (1946 a 1970)", en M.E. Romero, *Historia del pensamiento económico de México*, México, Trillas.

Taylor, L. (1988), *Varieties of Stabilization Experiences*, Oxford, Clarendon.

Thirlwall, A. P. (1979), "The Balance of Payments Constraint as an Explanation of International Growth Rate Differences", en *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. 32, núm. 128, pp. 45-53.

Tercera sección

Política cambiaria para la competitividad, el crecimiento y la estabilidad

Política monetaria, tipo de cambio y competitividad comercial en México

Carlos Encinas Ferrer*

> *Una entrada de capital crea un déficit comercial al apreciar el tipo de cambio real, haciendo que sus bienes y servicios sean menos competitivos. Y debido a que los mercados de bienes y servicios siguen estando imperfectamente integrados —la mayor parte del PIB no es comerciable en absoluto— se necesitan grandes señales, grandes movimientos en el tipo de cambio real, para causar cambios significativos en el saldo de la cuenta corriente.*
>
> Paul Krugman (2017).

Introducción

En el año 2011 el Consejo Nacional de Universitarios por una Nueva Estrategia de Desarrollo (CNU) inició la publicación, bajo el sello de Juan Pablos Editor, de la magna obra *Análisis estratégico para el desarrollo*, compuesta por 18 tomos que cubren prácticamente todas las áreas del conocimiento necesarias para entender a México en los inicios del presente siglo.

En aquella colección los miembros del CNU no nos limitamos únicamente a presentar los grandes problemas nacionales del siglo XXI, replicando en cierta medida lo que Andrés Molina Enríquez hizo en 1909 con su extraordinaria obra *Los grandes problemas nacionales*, sino que también señalamos, al igual que cien años antes lo hiciera Molina, las propuestas de solución necesarias, a nuestro juicio, para resolverlos desde cada una de nuestras ramas del conocimiento y especialidades.

En el año 2015 volvimos a reunirnos con el objeto de generar y dar a conocer un manifiesto en el que señaláramos nuestra preocupación y crítica profunda por la falta de atención que desde el gobierno en turno se dio a obra

* Universidad del Valle de Atemajac, Campus León.

tan valiosa. En dicho manifiesto expresamos que incluso muchas de las medidas adoptadas por el Ejecutivo en turno fueron claramente contrarias a la mayoría de nuestras propuestas y en otros casos, deformadas.

En el capítulo que escribí desde el ámbito de mi especialidad para aquella obra (Encinas, 2012:153-169) profundicé en escritos míos previos sobre el tema del tipo de cambio. En el actual, que tiene el lector ante su vista, me centro en analizar la forma en que la política monetaria seguida por nuestras autoridades ha propiciado que el peso mexicano se haya mantenido en niveles de sobrevaluación y lo que ello ha significado para la falta de competitividad de la planta productiva nacional.

Este tema ya lo había abordado en un artículo previo en el que buscaba conocer cuáles eran las variables que impactaban, desde la oferta y la demanda, al mercado cambiario en el que se fijaba el tipo de cambio de nuestra moneda (Encinas, 2013:170-209). En aquel escrito encontré que la sobrevaluación de nuestra moneda, como fenómeno dominante, estaba relacionada con una política monetaria de tasas de interés elevadas.

Si consideramos sólo los periodos fuera de las crisis de 1994 y 2008, en los cuales nuestra moneda ha estado subvaluada pero no como parte de una política monetaria establecida por nuestras autoridades, sino arrastrada por una situación financiera y de demanda agregada ajena a ellas, nuestra moneda muestra un promedio de sobrevaluación de alrededor de 15 por ciento.

Para entender lo que lo anterior significa imaginemos dos empresas similares, una en el país A y otra en el país B. La capacidad productiva de ambas es semejante, la eficiencia productiva de las dos es igual y sus precios internos, por lo tanto, también lo son. La única diferencia entre ambas es que la moneda del país A se encuentra 15% sobrevaluada respecto a la de B. Si la empresa del país A tratara de exportar al otro país se encontraría con que tendría que hacerlo con un precio 15% más caro que la empresa del país B y este sólo sería la mitad del problema. La empresa del país B podría vender en el país A un 15% más barato.

La empresa de A no solamente estaría imposibilitada de exportar a B, sino que además no podría competir en su propio país con las importaciones de B.

Una política monetaria que favorece la sobrevaluación de la moneda local la podemos llamar política antiindustrial de subsidio negativo. No se perjudica a las transnacionales, pero sí a la industria nacional.

Hace unos años escribía:

> Lo anterior es importante pues la competitividad comercial de un país se ve afectada en sentido negativo cuando una moneda se encuentra sobrevaluada

> ya que las mercancías que esa nación produce se encarecerán a la par que lo haga su moneda doméstica y en proporción al grado de integración nacional de su oferta exportable. Este impacto negativo es doble pues no sólo afecta la competitividad de sus exportaciones sino también su competitividad ante la producción internacional que como importaciones enfrenta dentro de su mercado doméstico (Encinas, 2013:170-209).

Una moneda sobrevaluada estará siempre expuesta a presiones devaluatorias que solamente podrán enfrentarse ya sea con una caída de las reservas internacionales, tal y como sucedió en 1994, o mediante un mecanismo real de flotación que permita una depreciación constante durante un periodo determinado.

Lo sucedido con el tipo de cambio de nuestra moneda a partir de la caída del precio internacional de petróleo en los años 2015 y 2016, me ha llevado a ampliar el estudio de la segunda opción señalada en el párrafo anterior: depreciación del tipo de cambio sin caída de reservas internacionales de divisas.

Tipo de cambio

México mantuvo un tipo de cambio fijo de 12.50 pesos por un dólar desde 1954 hasta 1976, ello dentro del patrón del sistema establecido en Bretton Woods (Krugman, Obstfeld y Melitz, 2012). Durante los primeros 15 años los diferenciales de inflación entre Estados Unidos y México fueron pequeños, lo cual permitió el mantenimiento de esta paridad. Sin embargo, a partir de 1970 la inflación en México aumentó más que en el país vecino como resultado de las políticas fiscales y monetarias expansivas que el gobierno de Luis Echeverría implementó y en 1976 el peso sufrió su primera gran devaluación. A partir de este último año el tipo de cambio volvió a fijarse en un margen de 19 a 20 pesos por dólar, que pudo sostenerse gracias, sobre todo, a las grandes exportaciones petroleras y a un elevado endeudamiento internacional que en 1982 dio pie a la gran crisis de la deuda externa, que estuvo propiciada y acompañada de una gran caída del precio internacional del petróleo. A partir de ese año las devaluaciones fueron constantes y entre 1982 y 1988 el tipo de cambio pasó de 20 pesos a 2 200 pesos por dólar, lo que propició en México una elevada dolarización de activos monetarios y financieros (Encinas, 2005).

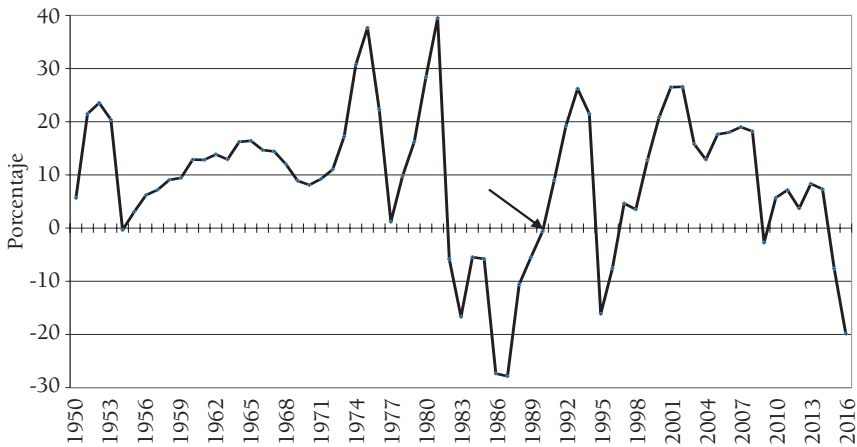
Durante varios años he calculado el tipo de cambio real del peso mexicano frente al dólar estadounidense, de acuerdo con la paridad del poder adquisitivo relativa (PPArel). En la gráfica 1 observamos su evolución y se

entenderá la razón por la que posteriormente escogí 1990 como año base para el cálculo de tipo de cambio real efectivo (TCRE) de 1990 a 2017.

En 1990 nuestra moneda venía recuperándose de una fuerte subvaluación que en 1987 alcanzó -27.85%. Como observamos en la gráfica 1, en el año 1990 el tipo de cambio real peso/dólar se encontraba prácticamente en el nivel cero (-0.0061). Es importante apuntar que durante los 67 años que abarca esta serie, el peso mexicano ha estado sobrevaluado en promedio 9.22 por ciento.

Aunque se le han puesto "peros" al cálculo de la PPA por considerar que la canasta de productos incluidos en la estimación del índice de precios al consumidor, así como la ponderación de los mismos, varía de país a país, la realidad es que sigue siendo un método bastante eficiente para calcular el grado de sobre o subvaluación de una moneda.

GRÁFICA 1
TIPO DE CAMBIO PESO-DÓLAR SEGÚN LA PPAREL.
SOBRE Y SUBVALUACIÓN (1950-2016)

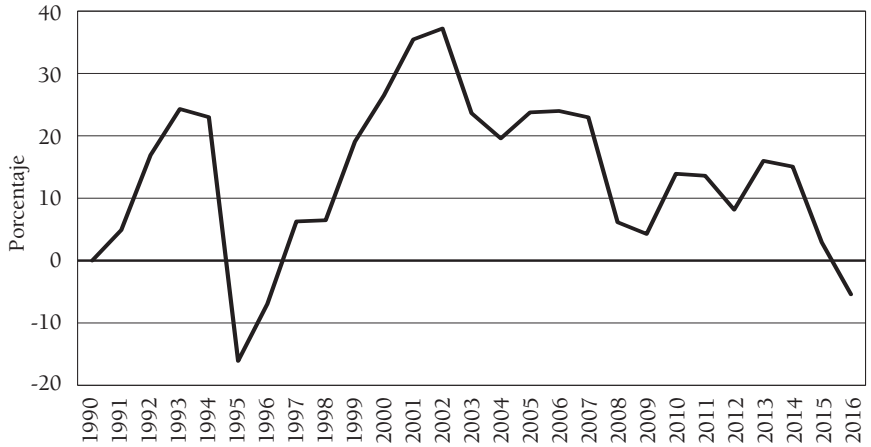


FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México, INEGI y Bureau of Labor Statistics.

Por otra parte, considero que, al utilizarla para derivar su valor a partir de una canasta de socios comerciales, aquellas diferencias se compensan al diluirlas entre un número mayor de países.

En la gráfica 2 presento, actualizada al año 2016, la evolución del tipo de cambio del peso mexicano basándome en la metodología del "tipo de cambio real efectivo", pero modificada a través de la PPArel, la que he llamado "tipo de cambio real PPA" (TCRPPA), método que utilicé por primera vez en la primera colección del CNU, en 2012, ya mencionada.

GRÁFICA 2
SOBREVALUACIÓN DEL PESO SEGÚN TCRPPA



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México, INEGI, Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional y PWT 9.0.

Las tablas de las que se deriva la gráfica 2 son las que permiten calcular el tipo de cambio efectivo (TCE) y el tipo de cambio real efectivo (TCRE) (Appleyard y Field Jr., 1995), y aquélla otra de la que se deriva el tipo de cambio real según la paridad del poder adquisitivo relativa TCRPPA (Encinas, 2012:153-169) y que muestro a continuación.

De acuerdo con mis cálculos, durante los 27 años estudiados, nuestra moneda ha estado sobrevaluada 13.5% en promedio o lo que es lo mismo, los bienes y servicios producidos en nuestro país han estado un 13.5 más caros que los productos extranjeros similares.

El Banco de México ha calculado también el índice del tipo de cambio real del peso mexicano con precios al consumidor, respecto a 49 países, ponderados con comercio (disponible en <http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadro&idCuadro=CR184&locale=es>, consultado el 15 de abril de 2017). En la gráfica 3 observamos las diferencias entre mis cálculos y los del Banco de México anualizados.

Como se observa, ambas estimaciones arrojan resultados muy similares. Las diferencias seguramente se deben al distinto número de socios comerciales considerados en ambas estimaciones.

En el cálculo del Banco de México se ve representado prácticamente 98% de todo nuestro comercio, equilibrando el déficit y superávit de nuestra balanza comercial. Mi cálculo, por incluir solamente a los 22 países con los

TABLA 1
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO (TCE)

1	*2*	*3*	*4*	*5*	*6*	*7*	*8*	*9*
País	*R1990*	*R2016*	*Ríndice 2016*	*Exportaciones de México*	*Importaciones de México*	*Comercio total*	*wi*	*TCE*
Estados Unidos	2.8126	18.93574	6.7325	302 654 482	179 582 718	482 237 200	0.6778	4.5630
China	0.5880	2.83219	4.8165	5 407 388	69 520 664	74 928 052	0.1053	0.5072
Canadá	2.4106	14.40772	5.9769	10 427 019	9 631 519	20 058 538	0.0282	0.1685
Japón	0.0194	0.17487	9.0025	3 770 974	17 751 100	21 522 074	0.0302	0.2723
Alemania	3.4046	20.86879	6.1295	3 951 004	13 877 969	17 828 973	0.0251	0.1536
Corea del Sur	3.9739	16.38481	4.1231	2 502 890	13 618 923	16 121 813	0.0227	0.0934
Brasil	5.2793	5.64121	1.0686	3 055 998	4 732 832	7 788 830	0.0109	0.0117
España	4.5910	20.86879	4.5456	3 280 552	4 455 977	7 736 529	0.0109	0.0494
Taiwán	0.1046	0.59151	5.6551	246 317	6 836 845	7 083 162	0.0100	0.0563
Malasia	1.0398	4.54932	4.3751	448 017	8 161 206	8 609 223	0.0121	0.0529
Países Bajos	3.4038	20.86879	6.1310	1 637 010	1 949 683	3 586 693	0.0050	0.0309
Italia	4.5455	20.86879	4.5911	1 599 957	5 291 287	6 891 244	0.0097	0.0445

TABLA 1 (CONTINUACIÓN)

1	*2*	*3*	*4*	*5*	*6*	*7*	*8*	*9*
País	*R1990*	*R2016*	*Ríndice 2016*	*Exportaciones de México*	*Importaciones de México*	*Comercio total*	*wi*	*TCE*
Colombia	5.6028	6.29068	1.1228	3 066 289	1 097 870	4 164 159	0.0059	0.0066
Chile	0.0092	0.02836	3.0739	1 744 712	1 335 444	3 080 156	0.0043	0.0133
Reino Unido	4.9942	25.14425	5.0347	3 231 899	2 128 174	5 360 073	0.0075	0.0379
Francia	3.3882	20.86879	6.1593	2 004 123	3 728 947	5 733 070	0.0081	0.0496
Argentina	5.7684	1.24966	0.2166	1 408 662	896 800	2 305 462	0.0032	0.0007
Tailandia	0.1099	0.53813	4.8952	497 020	5 427 438	5 924 458	0.0083	0.0408
India	0.1607	0.28160	1.7525	2 055 814	4 285 918	6 341 732	0.0089	0.0156
Costa Rica	0.0307	0.03452	1.1240	915 461	391 070	1 306 531	0.0018	0.0021
Venezuela	60.2700	1.98417	0.0329	600 262	173 553	773 815	0.0011	0.0000
Singapur	1.5518	13.69846	8.8277	850 583	1 278 848	2 129 431	0.0030	0.0264
Total				355 356 433	356 154 785	711 511 218	1.0000	6.1968

FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México, Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, PWT 9.0 y diversas fuentes.

TABLA 2
TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO (TCRE)

1	*2*	*3*	*4*	*5*	*6*	*7*	*8*	*9*
País	*IPC 1990*	*IPC 2016*	*TCR 2016*	*Índice TCR 1990*	*R 2016*	*R 1990**	*wi*	*Índice TCRE 2016*
Estados Unidos	100	185.17	3.3392	1.1872	15.27447	2.8126	0.6778	0.8047
China	100	289.23	0.7801	1.3267	2.45591	0.5880	0.1053	0.1397
Canadá	100	163.98	2.2501	0.9334	12.23995	2.4106	0.0282	0.0263
Japón	100	109.96	0.0183	0.9428	0.12678	0.0194	0.0302	0.0285
Alemania	100	160.25	3.1849	0.9355	16.93967	3.4046	0.0251	0.0234
Corea del Sur	100	249.91	3.8997	0.9813	13.89289	3.9739	0.0227	0.0222
Brasil	100	666.27	3.5795	0.6780	5.09734	5.2793	0.0109	0.0074
España	100	208.56	4.1451	0.9029	16.93967	4.5910	0.0109	0.0098
Taiwán	100	151.17	0.0852	0.8142	0.49083	0.1046	0.0100	0.0081
Malasia	100	202.86	0.8789	0.8452	4.17825	1.0398	0.0121	0.0102
Países Bajos	100	170.75	3.3936	0.9970	16.93967	3.4038	0.0050	0.0050
Italia	100	192.74	3.8307	0.8427	16.93967	4.5455	0.0097	0.0082

TABLA 2 (CONTINUACIÓN)

1	*2*	*3*	*4*	*5*	*6*	*7*	*8*	*9*
País	*IPC 1990*	*IPC 2016*	*TCR 2016*	*Índice TCR 1990*	*R 2016*	*R 1990**	*wi*	*Índice TCRE 2016*
Colombia	100	1323.05	7.9264	1.4147	6.11799	5.6028	0.0059	0.0083
Chile	100	403.11	0.0109	1.1801	0.02448	0.0092	0.0043	0.0051
Reino Unido	100	182.00	4.3584	0.8727	23.34120	4.9942	0.0075	0.0066
Francia	100	149.21	2.9655	0.8752	16.93967	3.3882	0.0081	0.0071
Argentina	100	7640.95	9.0937	1.5765	1.72376	5.7684	0.0032	0.0051
Tailandia	100	222.49	0.1140	1.0372	0.46263	0.1099	0.0083	0.0086
India	100	664.14	0.1781	1.1085	0.24316	0.1607	0.0089	0.0099
Costa Rica	100	1418.92	0.0467	1.5189	0.02850	0.0307	0.0018	0.0028
Venezuela	100	1842631.17	3481.9323	57.7722	2.42711	60.2700	0.0011	0.0628
Singapur	100	158.40	2.0664	1.3317	11.30214	1.5518	0.0030	0.0040
México	100	1050.02					1.0000	1.1443

FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México, Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, PWT 9.0 y diversas fuentes.

TABLA 3
TIPO DE CAMBIO REAL SEGÚN PPAREL (TCRPPA)

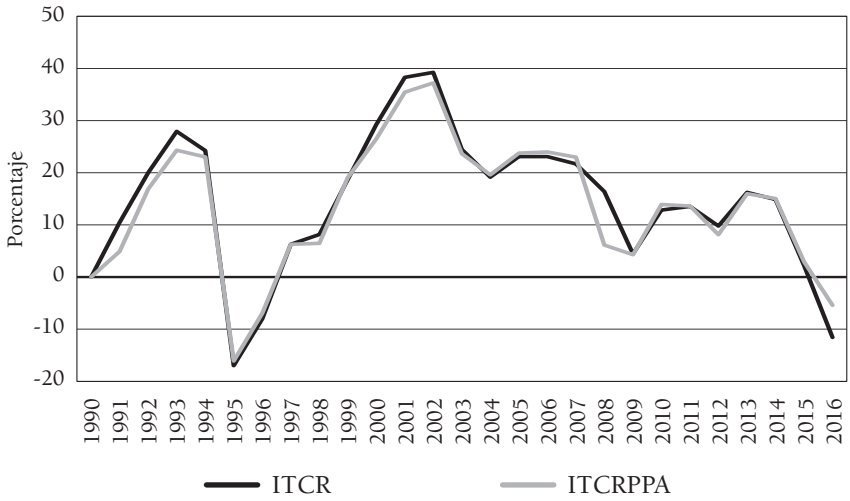
1	*2*	*3*	*4*	*5*	*6*	*7*
País	*R1990*	*R2016*	*PPArel*	*Sobre o subvaluación*	*Sobre-sub valuación ponderada*	*R2016 según PPArel*
Estados Unidos	2.8126	18.71930	15.9493	-0.1480	-0.1003	16.8419
China	0.5880	2.45591	2.1347	-0.1308	-0.0138	2.4221
Canadá	2.4106	12.23995	15.4354	0.2611	0.0074	12.3300
Japón	0.0194	0.12678	0.1855	0.4631	0.0140	0.1286
Alemania	3.4046	16.93967	22.3083	0.3169	0.0079	17.0742
Corea del Sur	3.9739	13.89289	16.6967	0.2018	0.0046	13.9564
Brasil	5.2793	5.09734	8.3200	0.6322	0.0069	5.1326
España	4.5910	16.93967	23.1134	0.3645	0.0040	17.0068
Taiwán	0.1046	0.49083	0.7265	0.4802	0.0048	0.4932
Malasia	1.0398	4.17825	5.3823	0.2882	0.0035	4.1928
Países Bajos	3.4038	16.93967	20.9319	0.2357	0.0012	16.9598
Italia	4.5455	16.93967	24.7630	0.4618	0.0045	17.0154

TABLA 3 (CONTINUACIÓN)

1	*2*	*3*	*4*	*5*	*6*	*7*
País	*R1990*	*R2016*	*PPArel*	*Sobre o subvaluación*	*Sobre-sub valuación ponderada*	*R2016 según PPArel*
Colombia	5.6028	6.11799	4.4466	-0.2732	-0.0016	6.1082
Chile	0.0092	0.02448	0.0240	-0.0185	-0.0001	0.0245
Reino Unido	4.9942	23.34120	28.8122	0.2344	0.0018	23.3824
Francia	3.3882	16.93967	23.8434	0.4075	0.0033	16.9953
Argentina	5.7684	1.72376	0.7927	-0.5401	-0.0018	1.7207
Tailandia	0.1099	0.46263	0.5188	0.1214	0.0010	0.4631
India	0.1607	0.24316	0.2541	0.0448	0.0004	0.2433
Costa Rica	0.0307	0.02850	0.0227	-0.2026	-0.0004	0.0285
Venezuela	60.2700	2.42711	0.0343	-0.9858	-0.0011	2.4245
Singapur	1.5518	11.30214	10.2865	-0.0899	-0.0003	11.2991
Total					-0.0541	17.9122

FUENTE: elaboración propia con los datos de las tablas 1 y 2.

GRÁFICA 3
COMPARACIÓN ENTRE EL ITCR DEL BANCO DE MÉXICO Y MI TCRPP



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México y las fuentes ya mencionadas.

que más comerciamos, deja fuera a socios menores pero que tienen un peso mayor en nuestro déficit comercial.

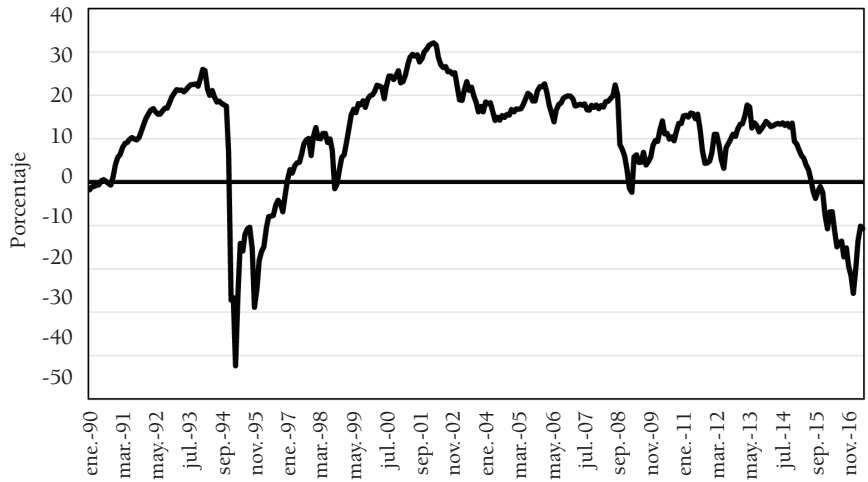
Dado que el Banco de México realiza sus cálculos mensualmente, podemos observar en la gráfica 4 con mayor detalle y mayor frecuencia el comportamiento del tipo de cambio real ponderado.

En la gráfica 5 observamos el comportamiento de la balanza comercial no petrolera y la sobre o subvaluación de nuestra moneda mes por mes. Hemos dejado fuera la balanza petrolera por no depender ésta de la sobre o subvaluación de nuestra moneda

Desde 1994, año en el que el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) entra en vigor, y hasta 1998, la correlación entre sobrevaluación y tipo de cambio fue de 0.8041. Desde 1999 hasta agosto de 2002 la misma disminuye a 0.4486. De 2003 a agosto de 2017, la correlación se reduce drásticamente entre ambas variables, volviéndose negativa, -0.1847. En esos últimos años las exportaciones mexicanas de manufacturas se elevan y pasan de representar 72.6% del total exportado en enero de 1993, a 90.85% en agosto de 2017.

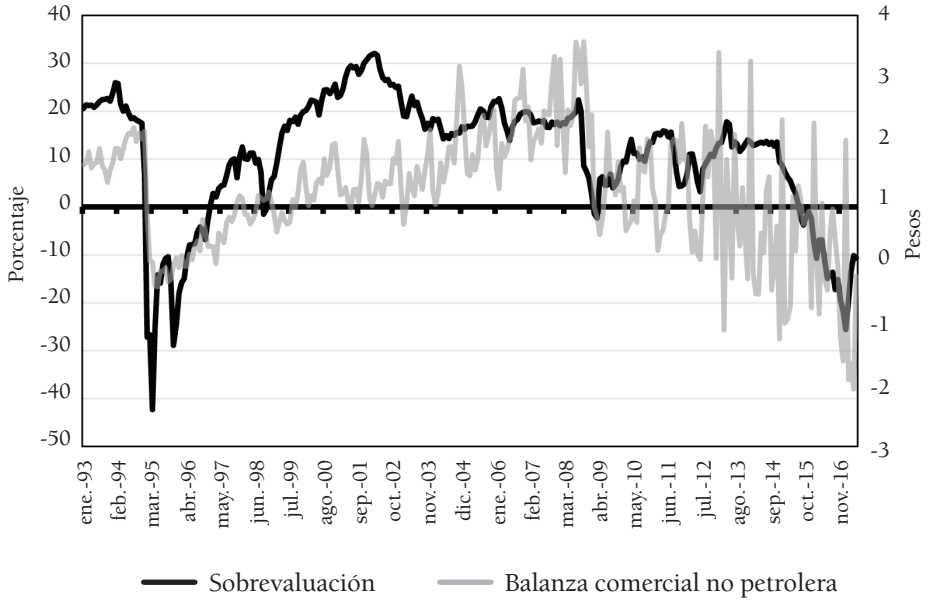
La marcada disminución en el coeficiente de correlación entre las dos variables estudiadas, durante este periodo puede deberse a las características del que llamo "comercio intratransnacional", diferente al "intraindustrial". ¿A qué características me refiero? En el comercio intratransnacional una gran parte de las operaciones de la transnacional se realizan adminis-

GRÁFICA 4
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL RERI



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México.

GRAFICA 5
RELACIÓN ENTRE BALANZA NO PETROLERA DE MÉXICO
Y EL TIPO DE CAMBIO REAL



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México.

trativa y financieramente como interiores a la empresa, de tal manera que los movimientos de insumos y partes semielaboradas se contemplan como realizados entre sus departamentos, no como importaciones y exportaciones entre países. Por otra parte, toda la planeación y contabilidad de la empresa transnacional se maneja en dólares, así como los precios de los insumos y del producto final, por lo que el tipo de cambio no es relevante y menos si el mismo se encuentra sobre o subvaluado.

La depreciación del peso: 2013-2017

La administración de Enrique Peña Nieto comienza su gestión con una paridad que oscila alrededor de los 13 pesos por dólar y que se mantiene hasta septiembre del 2014. A partir del 17 de septiembre se presenta una continua depreciación de nuestra moneda en el mercado cambiario que coincidió con la caída del precio del petróleo en el mercado internacional, y que tuvo su mayor nivel el 19 de enero de 2017, fecha en la que llega a 21.94 pesos por dólar estadounidense (Dólar FIX, dólar promedio en transacciones al mayoreo, calculado diariamente por el Banco de México, disponible en <http://www.banxico.org.mx/portal-mercado-cambiario/index.html>).

Como podemos observar en la gráfica 6, la depreciación se acelera en noviembre de 2014 y a partir de ese momento se mueve siguiendo una tendencia ascendente clara cuyos orígenes comenzamos entonces a buscar.

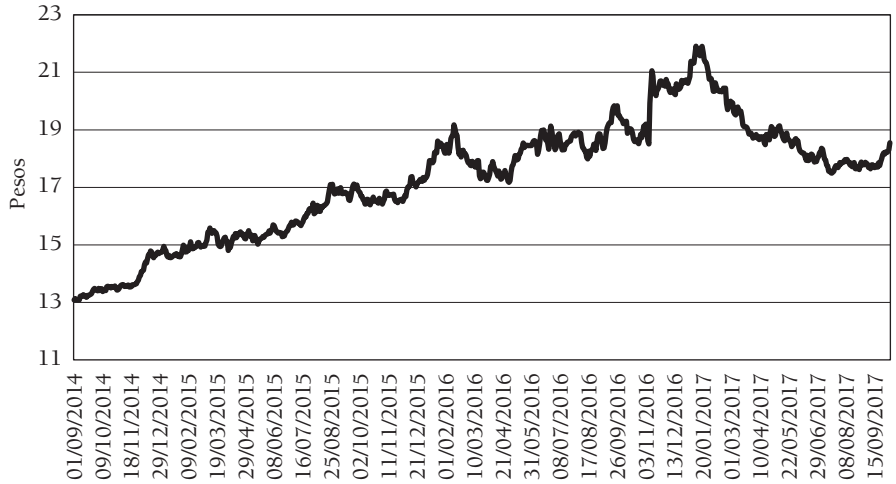
A partir del 20 de junio de 2014 el precio internacional del barril de petróleo inicia su caída después de haberse mantenido alrededor de 100 dólares por un periodo largo. El 20 de enero de 2016 la llamada mezcla mexicana de exportación[1] alcanza su precio más bajo, 18.90 dólares por barril.

La caída del precio internacional afectó a México en mayor proporción debido a que la producción mexicana de petróleo, además de reducirse por la falta de reinversión en Pemex, lo hizo aún más en el caso del petróleo superligero conforme se había ido agotando el yacimiento de Cantarell en la Sonda de Campeche. Con ello, el precio de la mezcla mexicana cayó en mayor proporción que el precio internacional del petróleo Brent y West Texas.

Llama la atención que siendo tan clara la tendencia de la caída del precio del petróleo desde mayo de 2013, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) programara un precio del barril de mezcla mexicana tan alto en su presupuesto de 2015 (78 dólares por barril) sin tomar en considera-

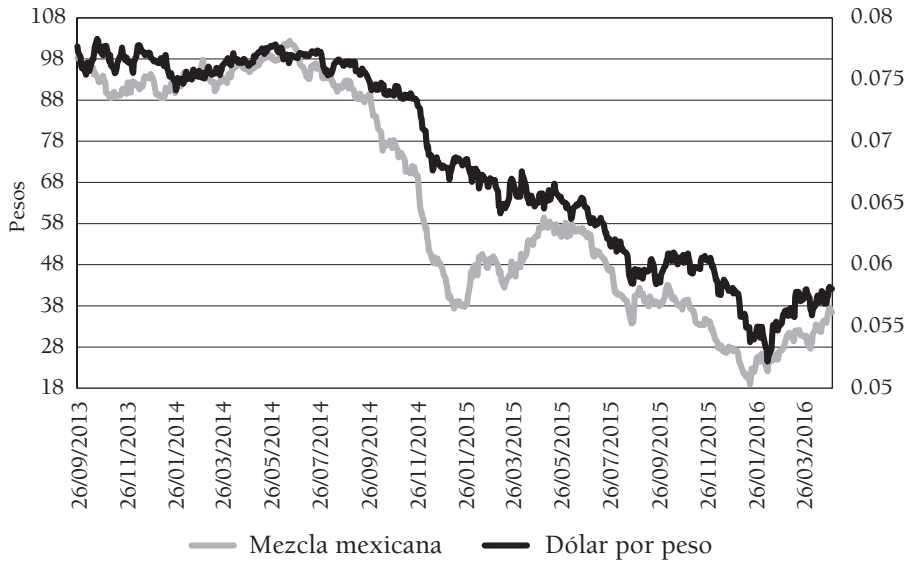
[1] Esta mezcla está conformada por la proporción que en nuestras exportaciones ocupan cada uno de los tres tipos de petróleo que producimos, el Maya (pesado y más barato), el Istmo (ligero y de mejor precio) y el Olmeca (superligero y el más caro).

GRÁFICA 6
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO PESO/DÓLAR



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México.

GRÁFICA 7
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO DÓLAR/PESO
Y PRECIO DE LA MEZCLA MEXICANA DE PETRÓLEO



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México y Pemex.

ción aquella tendencia descendente y la estrecha relación que en esos momentos existía entre el precio de los hidrocarburos y la paridad cambiaria de nuestra moneda.

Entre el 27 de septiembre de 2013 y el 5 de mayo de 2016, casi durante tres años, la correlación entre el precio del petróleo y la paridad del peso se mantuvo en 0.9614, siendo obviamente la segunda la variable dependiente.

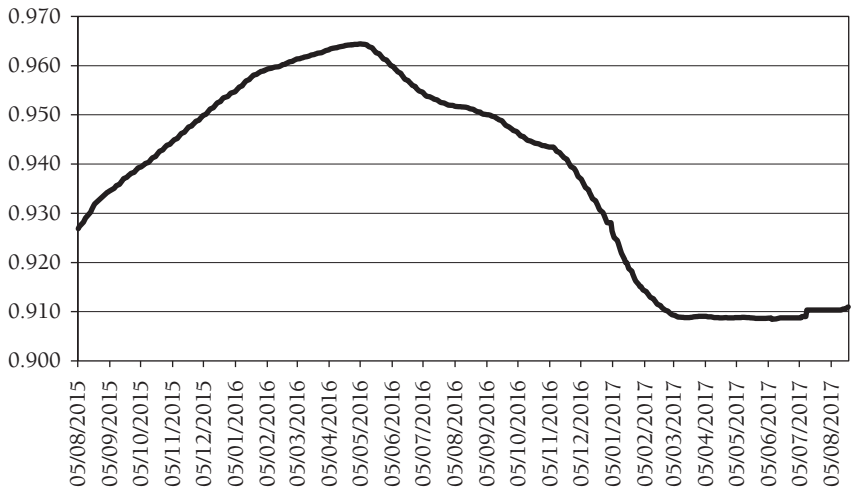
Con una tendencia descendente tan clara y una correlación tan elevada nos sorprendió cuando la SHCP estableció en su presupuesto de ingresos para 2015 un precio promedio del barril de la mezcla mexicana de 78 dólares y un tipo de cambio de 14.28 pesos por dólar. Cifras insostenibles ante cualquier análisis.

Al observar que nuestra moneda se depreciaba al mismo tiempo que el precio del petróleo disminuía, me dedique a estudiar diariamente la correlación entre ambas variables.

Entre agosto de 2015 y mayo de 2016 el coeficiente de correlación aumenta gradualmente pasando de 0.9269 a 0.9643 (véase la gráfica 8). Sin embargo, a partir de mayo de 2016 la correlación se vuelve negativa y comienza a disminuir: entre aquella fecha y el 10 de marzo de 2017 el coeficiente es -0.6057.

A partir de marzo de 2017 nuevamente la correlación entre ambas variables vuelve y se establece alrededor de 0.91, coincidiendo con una depreciación del dólar.

GRÁFICA 8
EVOLUCIÓN DEL COEFICIENTE DE CORRELACIÓN TIPO DE CAMBIO PESO MEXICANO Y PRECIO DEL PETRÓLEO



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México y Pemex.

Sin duda, la caída de la factura petrolera disminuyó en forma importante el ingreso de divisas en el mercado de cambios, pero al mismo tiempo la disminución de la producción petrolera nos había llevado a una posición neta como importadores de gasolina y, por ello, la demanda de dólares estaba aumentando. Sin embargo, el precio del petróleo se había recuperado ligeramente y aun así la depreciación del peso continuaba. Es obvio que estaban operando otras variables y habría que buscarlas entre aquéllas otras que actuaban sobre la oferta y la demanda de dólares.

Las primeras variables que analicé fueron las que afectaban al mercado de cambios en el corto plazo y de entre ellas escogí el mercado accionario en la Bolsa de Valores de México y el de valores gubernamentales a menos de un año, en especial los Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes, se trata de valores gubernamentales de corto plazo, equivalentes a los *Treasury Bills* de Estados Unidos). Por ser ambas activos financieros de portafolio de corto plazo, afectan el tipo de cambio de una moneda.

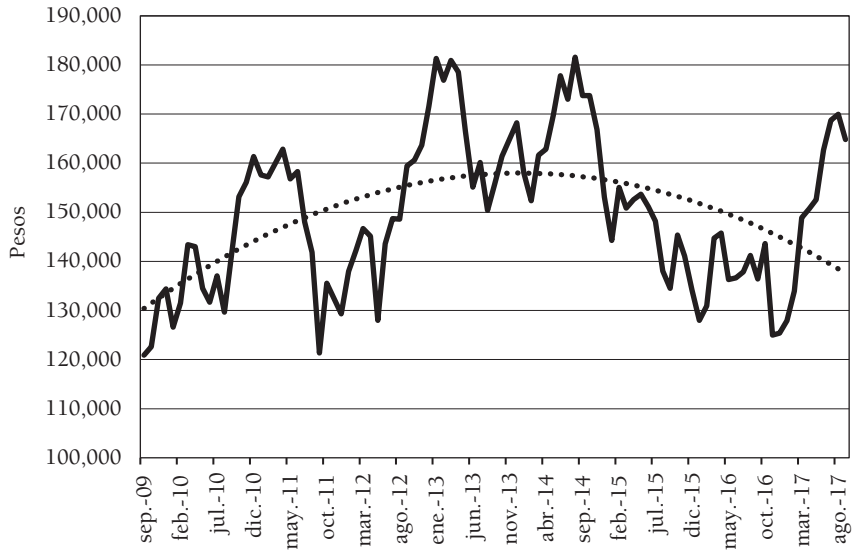
En la gráfica 9 observamos la evolución de los valores bursátiles en circulación en poder de no residentes entre junio de 2009 y agosto de 2017. Se ve claramente una tendencia alcista hasta agosto de 2014 y a partir de esa fecha una caída que se detiene en diciembre de 2016. Durante este tiempo la salida de tenedores no residentes de la bolsa de valores coincide con la depreciación de nuestra moneda, lo que no es de extrañar si ello incrementó la demanda de dólares en el mercado cambiario. La correlación entre ambas variables en este periodo es muy alta: 0.879. Hay que resaltar que de diciembre de 2016 a agosto de 2017 vuelve a incrementarse los saldos de no residentes en la bolsa de valores pero que en septiembre los mismos vuelven a reducirse. Sobre este punto volveré más adelante.

En la gráfica 10 presento la evolución de los saldos en Cetes en poder de no residentes y del tipo de cambio dólar por peso. La correlación entre las dos variables ha sido permanentemente elevada durante todo el periodo estudiado: 0.8905. Si a la salida de no residentes de la Bolsa Mexica de Valores le añadimos la de no residentes del mercado de Cetes nos encontramos con una cifra equivalente a 73 617 millones de dólares que, junto con la caída del precio del petróleo, se conjuntaron para provocar la depreciación de nuestra moneda hasta diciembre de 2016.

Otra fuente de demanda de dólares en el mercado de cambios lo representa la salida de divisas de residentes en México y que son enviadas a sus cuentas en el sistema bancario de Estados Unidos.

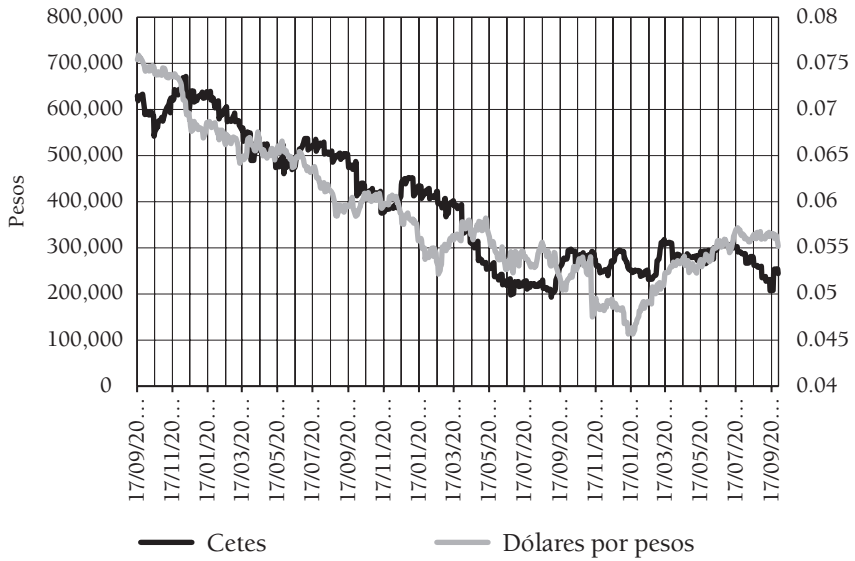
Como observamos, entre septiembre de 2014 y marzo de 2016, llegaron a salir de México rumbo al sistema bancario estadounidense 31 485 millones de dólares. Esa cifra se redujo aceleradamente a partir de aquella última

GRÁFICA 9
MÉXICO: POSICIÓN DE NO RESIDENTES EN TÍTULOS DE RENTA VARIABLE.
TENDENCIA POLINOMIAL



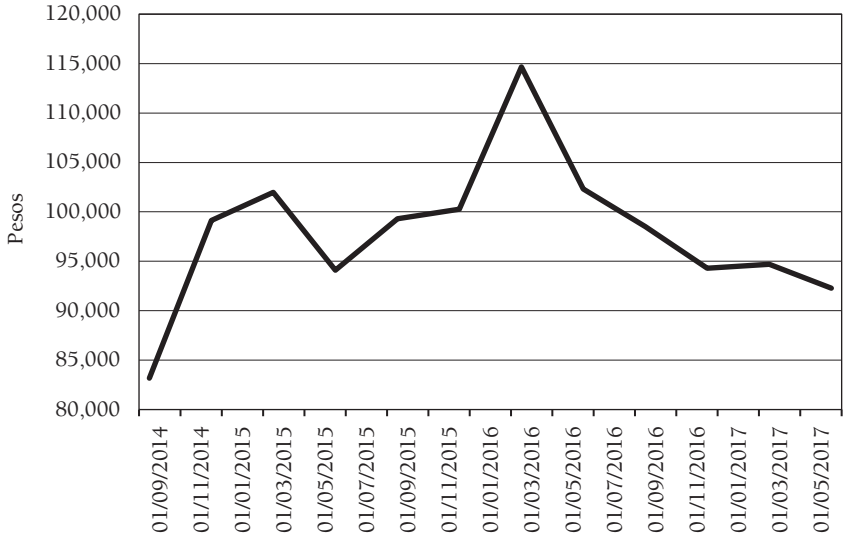
FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México.

GRÁFICA 10
CETES EN PODER DE NO RESIDENTES Y TIPO DE CAMBIO



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México.

GRÁFICA 11
DEPÓSITOS DE MEXICANOS EN MILLONES DE DÓLARES
EN EL SISTEMA BANCARIO DE ESTADOS UNIDOS



FUENTE: elaboración propia con datos del U.S. Department of the Treasury.

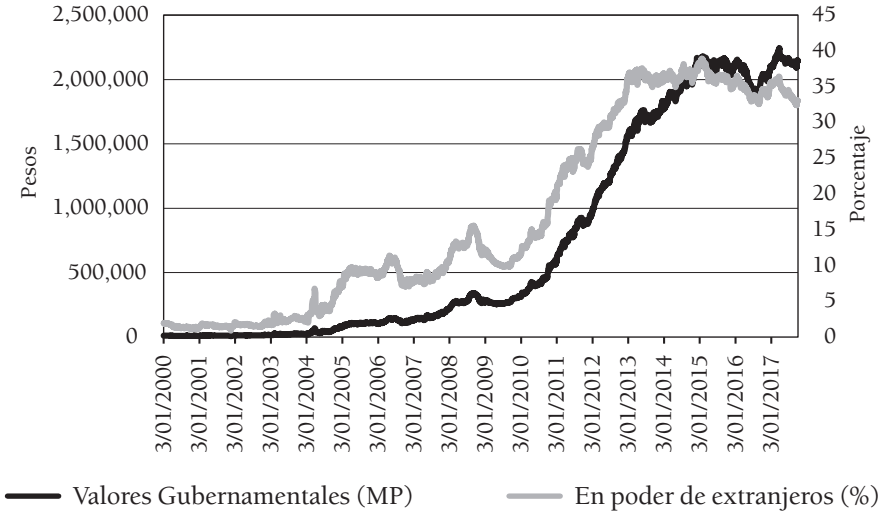
fecha y al final de junio de 2017 el monto era de 92 281 millones de dólares, 9 106 millones de dólares más que en septiembre de 2014.

Todo lo anterior significó una enorme presión sobre nuestro tipo de cambio, que a partir de diciembre de 2016 se relajó y permitió su apreciación debido, básicamente, a la estabilidad del precio del petróleo y al retorno de no residentes al mercado accionario mexicano, esto último sin duda por la fuerte subvaluación de nuestra moneda que para marzo de 2017 llegaba a -21.76%: las acciones de las empresas mexicanas estaban muy baratas.

POLÍTICA MONETARIA

La política monetaria utilizada por las autoridades que regulan la moneda y que ha favorecido la sobrevaluación del peso, ha consistido en mantener el tipo de interés en pesos muy superiores al riesgo país determinado por calificadoras internacionales, como JP Morgan. Tasas tan elevadas han alentado el ingreso de inversionistas internacionales al mercado de deuda pública interna, lo cual ha implicado un incremento en la oferta de dólares en el mercado de cambios con su consecuente demanda de pesos, depreciando el dólar y apreciando el peso por arriba del tipo de cambio real.

GRÁFICA 12
CIRCULACIÓN DE LA DEUDA INTERNA DEL SECTOR PÚBLICO
(SALDOS EN MILLONES DE PESOS)



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México.

A partir del año 2001 las finanzas públicas se han sostenido mediante la contratación de deuda pública interna y un elevado porcentaje de la misma ha sido adquirido por residentes en el extranjero, proporción que ha pasado de 1.9 a 33% del total.

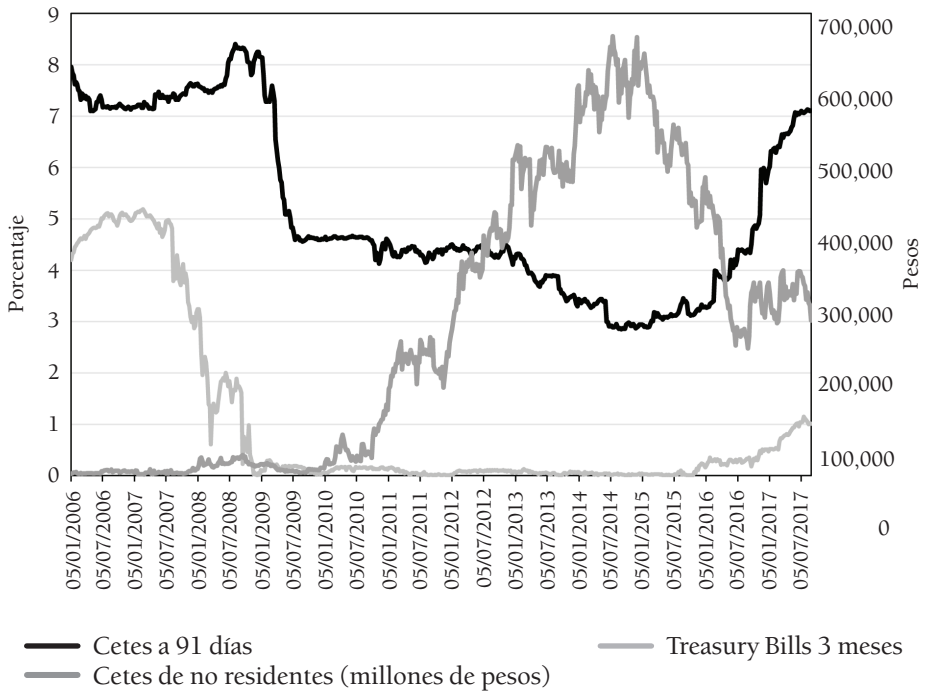
Lo preocupante ha sido la elevada cantidad que de esta deuda ha representado la adquisición por parte de no residentes de Cetes que por tratarse de documentos de corto plazo (a menos de un año) colocaban a esta deuda interna realmente como deuda externa de carácter sumamente volátil. Lo anterior se confirma al analizar la gráfica 13.

Como observamos, el diferencial porcentual entre las tasas de interés pagadas por los Cetes y los Treasury Bills a partir de enero de 2009 fue desproporcionado y la enorme entrada de no residentes a un mercado de deuda de corto plazo introdujo elementos latentes de volatilidad, que se hicieron presentes en el momento en que la caída del precio del petróleo mostró la debilidad de las finanzas públicas mexicanas.

CONCLUSIONES

Todo lo anterior lleva a considerar que la depreciación del tipo de cambio del peso mexicano desde finales de 2014 se dio en un marco de permanen-

GRÁFICA 13
RENDIMIENTO DE CETES A 91 DÍAS Y TREASURY BILLS A TRES MESES.
MONTO DE CETES EN PODER DE NO RESIDENTES



FUENTE: elaboración propia con datos de Banco de México y del U.S. Department of the Treasury.

te sobrevaluación de nuestra moneda, caída del precio internacional del petróleo, salida de no residentes tanto de la bolsa de valores como del mercado de valores gubernamentales de corto plazo.

Si eliminamos la subvaluación que vivimos durante la crisis de 1994-1996 y la que estamos teniendo de julio de 2015 hasta ahora, en estos 19 años nuestro sector productivo ha visto nuestra moneda sobrevaluada 15%, lo que significa que los productos mexicanos de mayor valor agregado nacional han estado 15% más caros que en el mercado internacional y han tenido que competir en el mercado nacional con productos extranjeros 15% más baratos. Empresas mexicanas con niveles de eficiencia productiva iguales o superiores a las extranjeras han tenido que competir dentro y fuera del país como si fueran 15% menos eficientes. Nuestra política monetaria y cambiaria le ha cargado artificialmente un subsidio negativo a nuestra planta productiva nacional.

Bibliografía

Appleyard, Dennis R. y Alfred J. Field Jr. (1995), *Economía internacional*, Mosby-Doyma Libros, Barcelona, S.A. División Irwin.

Banco de México, disponible en <http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadro&idCuadro=CR184&locale=es>, consultado el 15 de abril de 2017.

Banco de México, Mercado de Valores. Valores en Circulación. Estructuras de Información. Bolsa Mexicana de Valores. Posición de No Residentes en Títulos de Renta Variable, disponible en <http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadro&idCuadro=CF448&locale=es>, consultado el 5 de octubre de 2017.

Banco de México, Dollar FIX (Average Dollar in Wholesale Transactions) Calculated Daily by Banco de México, disponible en <http://www.banxico.org.mx/portal-mercado-cambiario/index.html>.

Consejo Nacional de Universitarios por una Nueva Estrategia de Desarrollo (2012), *Análisis estratégico para el desarrollo*, 18 tomos, México, Juan Pablos.

Encinas Ferrer, Carlos (2005), "La dolarización. El caso de México", tesis de doctorado, Barcelona, Universitat de Barcelona/Facultat de Ciències Econòmiques i Empresarials/Departament de Política Econòmica i Estructura Econòmica Mundial.

Encinas Ferrer, Carlos (2009), "Competitividad y tipo de cambio en la economía mexicana", en *Comercio Exterior. Revista de Análisis Económico y Social*, vol. 59, núm. 3, marzo, México, pp. 182-192.

Encinas Ferrer, Carlos (2012), "Competitividad y tipo de cambio en la economía mexicana", en *Políticas macroeconómicas para el desarrollo sostenido, tercera sección. Análisis Estratégico para el Desarrollo*, vol. 4, México, Juan Pablos, pp. 153-169.

Encinas Ferrer, Carlos (2013), "Paridad monetaria y competitividad comercial. El caso de la industria del calzado en León", en *Nova Scientia*, vol. 10, núm. 5, pp. 170-209, disponible en <http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2007-07052013000200009>.

Encinas Ferrer, Carlos; Bibiana Alexandra Rodríguez-Bogarín y Adení Encinas-Chávez (2012), "Apertura comercial y desarrollo económico mundial en la globalización", *en Nova Scientia*, vol. 4, núm. 8, mayo-octubre, pp. 66-89, Universidad de La Salle Bajío, disponible en <http://novascientia.delasalle.edu.mx/ojs/index.php/Nova/article/view/168/70>.

Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), disponible en <http://www.inegi.org.mx/>.

Krugman, Paul (2017), "The Transfer Problem and Tax Incidence (Insanely Wonkish)", en *The New York Times*, The Opinion Pages, The Conscience of a Liberal, 5 de octubre, disponible en <https://krugman.blogs.nytimes.com/2017/10/05/the-transfer-problem-and-tax-incidence-insanely-wonkish/?module=BlogPost-ReadMore&version=BlogMain&action=Click&contentCollection=Opinion&pgtype=Blogs&region=Body#more-41674>.

Krugman, Paul; Maurice Obstfeld y Marc J. Melitz (2012), *International Economics. Theory and Policy*, 9a. edicion, Boston, Addison-Wesley/Pearson.

Molina Enríquez, Andrés (1909), *Los grandes problemas nacionales*, México, Imprenta de A. Carranza e Hijos, disponible en <https://books.google.com.mx/books/about/Los_grandes_problemas_nacionales.html?id=AY0TAwAAQBAJ&printsec=frontcover&source=kp_read_button&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false>.

Petróleos Mexicanos (Pemex), disponible en <http://www.pemex.com/Paginas/default.aspx>.

U.S. Bureau of Labor Statistics, Databases, Tables & Calculators by Subject, disponible en <https://www.bls.gov/data/>.

U.S. Department of the Treasury, U.S. Banking Liabilities to Foreigners by Country, disponible en <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/country-liabilities.aspx>, consultado el 8 de octubre de 2017.

Riesgos y costos de la política monetaria de metas de inflación. Intervención del Banco de México en el mercado de cambios y deuda pública interna

Teresa S. López González*

Introducción

En los primeros años de la década de los ochenta, se inician en México las reformas estructurales e institucionales tendientes a liberalizar y desregular la economía, siendo las primeras de estas reformas la desregulación financiera y la apertura comercial. Se suponía que la desregulación del sistema financiero conduciría a la modernización y eficiencia del mismo, particularmente del sector bancario. Ello a su vez incrementaría el ahorro interno y, en consecuencia, la banca comercial dispondría de mayores recursos para canalizarlos a las actividades productivas. Por su parte, la desregulación del comercio exterior contribuiría a elevar la productividad y competitividad del sector exportador, concretamente el sector exportador de manufacturas.

En un contexto macroeconómico recesivo acompañado de fuertes presiones inflacionarias heredadas de la crisis de la deuda externa de 1982, el control de la inflación se convirtió en el objetivo prioritario de la política macroeconómica. Así, durante la administración de Miguel de la Madrid, las políticas fiscal y monetaria recesivas se centraron en la contracción de la demanda agregada para estabilizar los precios internos. Sin embargo, y a pesar del nulo crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) en los años 1983-1987, el objetivo del control de la inflación no se logró, ya que la devaluación del peso en 1987 volvió a reactivar las presiones inflacionarias.

Ante el fracaso de las políticas de ajuste macroeconómico de corte ortodoxo para controlar la inflación y reactivar el crecimiento económico, en los años 1988-1990, la administración entrante del presidente Salinas de Gortari, adopta una estrategia de transición basada en una política de ingresos

* Profesora de la Facultad de Estudios Superiores Acatlán-UNAM.

y en el anclaje del tipo de cambio para estabilizar el nivel de precios. Se asumía que la estabilización monetaria por sí misma conduciría en el mediano plazo al crecimiento sostenido del producto y el empleo. Ello no fue así, pues la crisis cambiario-financiera de finales de 1994 condujo nuevamente a la economía a una aguda recesión y fuertes presiones inflacionarias generadas por la combinación de los efectos de la burbuja crediticia de 1990-1994 y la devaluación del peso de finales de 1994. Además de la fragilidad y vulnerabilidad financiera que generó dicha crisis.

Durante los años 1996-2000, el Banco de México endureció las medidas monetarias restrictivas tendientes a estabilizar la tasa de inflación, en tanto que el gobierno instrumentó una política fiscal procíclica con el propósito de crear las condiciones monetarias y financieras que permitieran adoptar formalmente el modelo macroeconómico completo de metas de inflación, lo cual se da en 2001 con el establecimiento de la meta de inflación en 3±1%. Ello implicó recurrir nuevamente a la administración de las variaciones del tipo de cambio nominal mediante el establecimiento previo de bandas cambiarias; es decir, se recurrió nuevamente al anclaje del tipo de cambio.

A partir de 2001 se hizo más evidente que el Banco de México operaba la política monetaria de metas de inflación a través de dos instrumentos operativos, el tipo de cambio y la tasa de interés, los cuales actuaban de forma independiente pero coordinada. En efecto, mediante la política de intervención esterilizada en el mercado de cambios y la necesaria sobreoferta de divisas, el Banco de México, al igual que a la mayoría de los bancos centrales de las economías en desarrollo y emergentes, evitaba fluctuaciones bruscas en el nivel del tipo de cambio nominal, previamente establecido, sin perder el control sobre la tasa de interés.

Desde 1990, la política de intervención en el mercado cambiario le ha permitido al Banco de México esterilizar los efectos monetarios que generan los flujos de capital de corto plazo en la base monetaria, en caso de que no se recurra a dicha intervención. El control de las variaciones en el nivel de la base monetaria asegura la estabilidad del tipo de cambio nominal y, por tanto, del nivel de precios y el cumplimento de la meta de inflación. Sin embargo, esta política no puede impedir la apreciación del tipo de cambio real (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993). Además, dado que las tasas de interés internas son altamente sensibles a las variaciones de las tasas externas, la autoridad monetaria está obligada a mantener un diferencial positivo y atractivo entre ambas tasas para asegurar la entrada de nuevos flujos de capital y la retención de los ya existentes.

El Banco de México, al igual que la mayoría de los bancos centrales de las economías en desarrollo, ha negado que sus intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario tengan como objetivo estabilizar las fluctuaciones del

tipo de cambio nominal. Sin embargo, la sobreoferta de divisas y el alto margen de apreciación del tipo de cambio real que se registró hasta principios de 2016, demuestran lo contrario (López y Ortiz, 2015).

Podemos sostener que la política monetaria de metas de inflación en México ha sido "exitosa" si sólo consideramos que ha mantenido la estabilidad monetaria; sin embargo, si tomamos en cuenta los riesgos y costos que implica el mecanismo que la sostiene, por un lado, y, por el otro, el bajo crecimiento del producto y el empleo, es evidente que dicha política ha fracasado, pues la estabilidad monetaria no se corresponde con un crecimiento económico sostenido. Al respecto, debe señalarse la inestabilidad financiera y macroeconómica que generó la crisis cambiaria-bancaria de 1994-1995, resultado de la combinación del anclaje del tipo de cambio y la burbuja crediticia. Así como la inestabilidad y volatilidad del tipo de cambio y tasas de interés que se viene registrando desde 2008, en el contexto de la crisis financiera internacional. Ello demuestra que la capacidad casi ilimitada que tenía el Banco de México para esterilizar los posibles efectos monetario que generan los flujos de capital externos sobre la base monetaria, mediante la colocación de bonos gubernamentales o sus propios bonos, se ha visto limitada tanto por la fuga de capitales como por las expectativas especulativas de los inversionistas en instrumentos derivados de tipo de cambio y tasa de interés.

En el caso de México, la volatilidad en el tipo de cambio y tasa de interés que se vienen registrando desde 2016 quedó en evidencia los graves problemas que generan las salidas abruptas de capitales en la operación de la política monetaria, pues las reservas de activos internacionales se convirtieron en una limitante para la intervención esterilizada en el mercado cambiario (Frenkel, 2006). Además de los elevados costos fiscales o *cuasi*-fiscales implícitos en esta política.

La operación de la política monetaria de metas de inflación en México ha reproducido un círculo vicioso, pues la estabilidad del tipo de cambio nominal y el elevado diferencial de tasas de interés atrae nuevos flujos de capitales que aprecian el tipo de cambio real, obligando así a mantener la sobreacumulación de reservas internacionales y a realizar operaciones de esterilización en el mercado cambiario.

La colocación de un volumen creciente de obligaciones remuneradas (bonos de regulación monetaria o depósitos con interés en el banco central) como parte de las operaciones de esterilización en el mercado de cambios, ha elevado los pasivos remunerados del banco central en relación con la base monetaria y a sus activos (Mántey, 2013). Este incremento en la proporción de las obligaciones remuneradas en el balance del banco central ha elevado de forma progresiva el costo de la esterilización. Ello significa que

la tasa de interés máxima que puede pagar el banco central sin incurrir en un costo financiero tenderá a declinar (Frenkel, 2007).

Las crisis cambiario-financieras que se registraron en la década de los noventa del siglo XX en las economías en desarrollo y emergentes en general, y de forma más concreta en las economías latinoamericanas, y entre éstas la mexicana, mostraron que el anclaje del tipo de cambio como mecanismo principal y permanente para alcanzar la estabilidad de precios es una fuente potencial generadora de inestabilidad monetaria y financiera. Ello es así porque la estabilidad del tipo de cambio nominal se sostiene en la política de intervención esterilizada en el mercado cambiario, la que a su vez requiere de altos diferenciales de tasas de interés y una sobreoferta de reservas internacionales.

La ausencia de una política industrial integral que tenga como objetivo reducir la dependencia tecnológica del aparato productivo, lo que permitiría reducir el periodo de anclaje del tipo de cambio nominal y con ello evitar un elevado margen de apreciación del tipo de cambio real, ha elevado el costo fiscal de la esterilización que tenderá a aumentar con el tiempo. Ello, porque el control del tipo de cambio en condiciones de sobreoferta de moneda extranjera obliga a la autoridad monetaria a colocar un volumen creciente de obligaciones remuneradas (bonos de regulación monetaria o depósitos con interés en el banco central) para contrarrestar la monetización que pueden generar los flujos de capital de corto plazo en la base monetaria.

El objetivo del presente capítulo es analizar la relación entre la estabilidad monetaria, las intervenciones de esterilización en el mercado cambiario y la creciente deuda pública interna, en el contexto de la operación de la política monetaria de metas de inflación en México. El trabajo está estructurado en cinco apartados, incluyendo esta introducción. En el segundo apartado se expone brevemente el marco teórico-metodológico del modelo de metas de inflación, destacando las limitaciones teóricas del mismo. En el tercero se analiza la operación de la política monetaria de metas de inflación en las economías en desarrollo y emergentes, enfatizando las inconsistencias prácticas que dicho modelo enfrenta debido a los desequilibrios estructurales y marco institucional que caracteriza a dichas economías. Concretamente se analizan las implicaciones de la política de intervención esterilizada en el mercado cambiario y la sobreacumulación de divisas. En el cuarto se revisan algunos trabajos que aportan evidencia empírica sobre los efectos y consecuencia de la política de intervención esterilizada para evitar variaciones abruptas en el nivel de la base monetaria y, de esta forma, asegurar la estabilidad del tipo de cambio nominal, con la consecuente apreciación del tipo de cambio, asegurando así el cumplimiento de la meta de

inflación. En el quinto apartado se analizan los efectos de las intervenciones de esterilización en el mercado de cambios en México, mediante la relación entre las reservas internacionales, el crédito interno neto y la base monetaria, la evaluación de una función de reacción del Banco de México y la evolución de la deuda pública. Finalmente se presentan las principales conclusiones.

Fundamentos teóricos del modelo macroeconómico de metas de inflación

En 1983 las economías de Latinoamérica —bajo la presión del Fondo Monetario Internacional (FMI)— son obligadas a instrumentar políticas macroeconómicas de ajuste y estabilización de corte ortodoxo para enfrentar la recesión económica y las presiones inflacionarias generadas por la crisis de la deuda externa de 1982. Paralelamente se inicia el proceso de desregulación económica, específicamente la liberalización financiera y comercial.

El proceso de liberalización de las economías latinoamericanas se acelera y profundiza en la primera mitad de la década de los noventa, bajo el argumento de que dichas políticas eran necesarias para avanzar en la modernización de sus estructuras productivas e institucionales. Los organismos multilaterales sostenían que las políticas de desregulación y liberalización de las economías en desarrollo —en particular las latinoamericanas— permitirían a dichas economías como las de América Latina, integrarse de forma más eficiente a los mercados financieros y de bienes internacionales.

A finales de la década de los ochenta, en un escenario latinoamericano caracterizado por fuertes presiones inflacionarias y una severa recesión económica, por un lado, y un contexto internacional marcado por la excesiva liquidez y la libre movilidad de capitales, surge el enfoque del Nuevo Consenso Monetarista (NCM) o Nuevo Modelo Macroeconómico (NMM), el cual ganaba adeptos en los círculos académicos y en los organismos multilaterales internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial (BM) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

Los teóricos del NCM sostienen que la estabilidad de precios es la condición necesaria para reactivar el crecimiento económico. Según estos teóricos (Bernanke y Mishkin, 1997), el esquema de metas de inflación es la mejor estrategia de política monetaria para lograr la estabilidad monetaria. El éxito de dicha política dependerá en gran medida del ejercicio autónomo del banco central, ya que ésta otorga mayor margen de acción y, por ende, credibilidad y confianza a las medidas adoptadas por el instituto emisión.

Además, se sostiene que un banco central autónomo tiene mayor poder de negociación ante los mercados financieros internacionales, y sus medidas generan mayor bienestar social porque no está obligado a expandir la emisión de dinero o de títulos público para financiar la expansión del gasto público deficitario. Es decir, los bancos centrales autónomos no se ven obligados a incurrir en el sesgo inflacionario (Kydland y Prescott, 1977).

El modelo teórico de metas inflación se deriva del marco teórico de la Nueva Síntesis Neoclásica y de la incorporación de la Curva de Phillips aumentada y construida por Friedman (1968) y Phelps (1968), cuya hipótesis sostiene que existe una tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés) (Ball y Mankiw, 2002), por un lado y, por el otro, la inclusión de la tasa natural de interés propuesta por Knut Wicksell, la cual asegura el equilibrio de pleno empleo de todos los factores productivos. Esto último implica el reconocimiento del carácter endógeno del dinero. Pero esto no significa que los teóricos del NCM acepten que el banco central ha perdido el control de la oferta monetaria; por el contrario, la inclusión de la tasa de interés natural de Wicksell en su modelo teórico les permite sostener que el banco central, una vez que ha logrado la meta de inflación, puede adecuar la oferta monetaria a través de variaciones de la tasa de interés monetaria o de mercado. De tal forma que la tasa monetaria tiende a igualarse o aproximarse a la tasa natural de pleno empleo (Woodford, 2001).

De lo anterior se desprende que para el NCM la inflación sea un fenómeno monetario generado por incrementos en la demanda por arriba del nivel del producto de pleno empleo. Y dado que, según este enfoque, los precios son una función de las expectativas de los agentes económicos, la estabilidad monetaria es una condición necesaria para crear las condiciones indispensables para crecimiento sostenido en el largo plazo.

El modelo macroeconómico de metas de inflación para economías abiertas en su forma más simple consta de cuatro ecuaciones fundamentales (Svensson, 2000; Ball, 1999; Hüfner, 2004). La primera ecuación explica el comportamiento del producto (curva IS), el cual se define por la brecha producto, dada por el diferencial entre el producto observado y el potencial, en función de la tasa de interés y el tipo de cambio. La segunda ecuación representa la curva de Phillips, y describe el comportamiento de la inflación como función de la brecha de producto. La tercera ecuación es una regla monetaria de tipo Taylor, que explica la tasa de interés del banco central en función de la brecha de producto y del diferencial entre la inflación observada y la meta de inflación. La cuarta ecuación está dada por la hipótesis de la paridad descubierta de tasas de interés, donde el tipo de cambio es función del diferencial entre la tasa de interés interna y externa.

El marco teórico-metodológico de este modelo asume los siguientes supuestos:

1. La demanda agregada es una función inversa de la tasa de interés real y del tipo de cambio real. La función de producción determina el nivel de producto potencial, el cual actúa como el punto de gravitación de la actividad económica. Es decir, la oferta agregada o capacidad productiva determina el nivel de la demanda agregada.
2. La inflación en el largo plazo es generada por presiones de demanda, aunque se reconoce que en el corto plazo el tipo de cambio puede ser el principal canal de transmisión de la inflación, debido a que éste funciona con más rapidez por la vía de los costos de los insumos importados.
3. La operación de la política monetaria bajo un marco de autonomía del banco central, genera mayor credibilidad en los agentes económicos y mercados financieros en torno a las medidas tomadas por aquél. El banco central en el ejercicio de su autonomía no sólo tiene la capacidad de controlar la inflación a través de variaciones de las tasas de interés de corto plazo, sino también, en la medida que logra este objetivo, asegura la estabilidad financiera (Mántey, 2012).
4. La curva de Phillips es vertical a largo plazo, porque el producto potencial de largo plazo es consistente con una tasa natural de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU) y con la tasa de interés natural. Por tanto, en el largo plazo no se presenta el *trade-off* entre inflación y desempleo.
5. El banco central tiene como objetivo reducir la brecha entre inflación y desempleo mediante la optimización de una función de costo social.
6. La paridad descubierta de tasas de interés se cumple y, por tanto, el esquema de metas de inflación sólo tiene éxito bajo un régimen cambiario de libre flotación.
7. Mediante una regla monetaria, como la Regla de Taylor, el banco central puede fijar una tasa de interés que permita alcanzar el nivel de pleno empleo de todos los factores productivos. Esto significa el abandono de la curva LM y, por tanto, el reconocimiento de que la oferta monetaria se ajusta a las necesidades del comercio. Esta consecuencia analítica implica aceptar el carácter endógeno del dinero.
8. La adopción por parte del banco central de una política de comunicación transparente, oportuna y veraz con el público sobre las decisiones de aquél, así como de los resultados de las mismas (Bernanke, 2003, 2007), es capaz de generar la credibilidad suficiente para activar el mecanismo de profecías auto cumplidas (Le Heron y Carre, 2005),

porque se asumen que las decisiones que tomen los individuos serán las correctas.

A partir del reconocimiento de que en una economía abierta los efectos directos e indirectos del tipo de cambio sobre la inflación son más rápidos, porque se trasmiten a través de los costos de las importaciones (Ball, 2002), el modelo de metas de inflación postula que la política monetaria puede operarse mediante dos instrumentos: el tipo de cambio y la tasa de interés. Sin embargo, bajo el supuesto de mercados cambiarios eficientes, que supone que se cumple la paridad descubierta de tasas de interés, estos instrumentos no pueden operar de forma independiente. De ahí que los teóricos del NCM propongan que ambos instrumentos sean ponderados de forma conjunta, mediante un índice de condiciones monetarias, cuya ponderación considere todos los parámetros del modelo (Ball, 2002).

Sin embargo, bajo el supuesto de mercados cambiarios eficientes, el manejo independiente del tipo del tipo de cambio y la tasa de interés, por ejemplo, mediante las operaciones de esterilización en el mercado cambiario, no tendría sentido. Al respecto, si consideramos que el modelo de metas de inflación supone que la elasticidad de los flujos de capitales a corto plazo en relación a la tasa de rendimiento es alta, bajo un régimen de tipo de cambio fijo, resulta inoperante que los bancos centrales intervengan en el mercado cambiario elevando la oferta o demanda de divisas, ya que cualquier intervención provocaría efectos monetarios compensatorios en los flujos de capitales; es decir, estaríamos en una situación donde la política monetaria se auto derrota.[1] De ahí que los teóricos del NCM recomienden un régimen cambiario de libre flotación y la utilización de la tasa de interés como el único instrumento de la política monetaria.

La adopción de la política de metas de inflación en las economías en desarrollo. El marco institucional y los desequilibrios estructurales

Las ventajas y eficiencias que se supone se logran con la adopción del régimen de meta de inflación en materia de estabilidad monetaria y crecimiento económico sostenido, no se concretan en las economías en desarrollo y

[1] Bajo tales circunstancias, operaria el modelo Mundell-Fleming de tipo de cambio fijo, porque, por ejemplo, una compra de moneda nacional para sostener el tipo de cambio podría reducir la oferta monetaria y, en consecuencia. elevar la tasa de interés (Mundel, 1961, 1971). Ello atraería flujos de capitales externos que tendrían que ser monetizados, lo que nuevamente haría bajas la tasa de interés.

emergentes porque el modelo teórico que sustenta dicho régimen no se corresponde con las características institucionales y macroeconómicas de estas economías (Mántey, 2009).

Marco institucional y desequilibrios estructurales de los países en desarrollo

La primera característica se refiere a la estructura oligopólica del mercado interno, asociada a su tardía industrialización y, por ende, a su dependencia tecnológica y financiera de los países industrializados. Esta dependencia da lugar a un conflicto en la distribución del producto que se manifiesta en un elevado traspaso del tipo de cambio a la inflación. Ello explica que una devaluación genere inflación no sólo por su impacto en el costo de los insumos importados, sino también porque: *1)* permite a los productores internos aumentar su margen de ganancia ante los beneficios de una menor competencia de los productos importados; *2)* desencadena una pugna por la distribución del producto entre los factores de la producción, y *3)* la devaluación de la moneda doméstica generalmente es precedida por un incremento en la tasa de interés para contener la salida de los capitales. Ello es contrario a lo sostenido por la teoría de la paridad de tasa de interés, que supone que la tasa de interés se reduce para contener los efectos inflacionarios de la depreciación monetaria (Palley, 2002).

La segunda característica es la integración subordinada de estas economías al actual sistema monetario internacional desregulado. La creación extraordinaria de liquidez en monedas de reservas por encima de las necesidades de la economía real mundial, ha estimulado el libre movimiento de grandes volúmenes de flujos de capitales especulativos de corto plazo hacia las economías en desarrollo y emergentes, que generan efectos monetarios y financieros desestabilizadores que se suman al déficit estructural de su balanza comercial.

La tercera característica es la restricción externa a su crecimiento, la cual consiste en la imposibilidad de pagar sus déficits de balanza de pagos con títulos de deuda denominados en sus propias monedas (Hausmann *et al*., 2001). Esta restricción, denominada como "pecado original", obliga a sus bancos centrales a recurrir constantemente a la contratación de pasivos en moneda extranjera, que los hace muy vulnerables a las devaluaciones de su moneda y a las variaciones de las tasas de interés externas. Ello explica que, cuando los tipos de cambio se esperan estables, los diferenciales de tasas de interés estimulan la entrada de capitales de corto plazo que permiten financiar déficit en cuenta corriente por un tiempo prolongado (Calvo, 2000). Ello también explica que, después de la desregulación de los mercados financieros, las tasas de interés a corto plazo generaran menores efectos

en las tasas de largo plazo, mientras que su influencia fue mayor en los tipos de cambio (BIS, 2005, 2008).

La cuarta característica de las mencionadas economías es su alta dependencia tecnológica, lo que ha provocado que el tipo de cambio sea el principal canal de transmisión de la inflación. Además, dicho traspaso es rápido y magnificado (sobrerreacción del tipo de cambio, "efecto estigma") debido a la contracción del crédito externo que generalmente se registra de forma inmediata a la devaluación de la moneda local, como reacción a la elevada dolarización de pasivos (Filardo *et al.*, 2012). Estos factores explican el "miedo" a adoptar tipos de cambio flexible o la necesidad de adoptar tipos de cambio administrados por parte de los bancos centrales de las economías en desarrollo y emergentes.

Lo anterior explica que en las economías en desarrollo y emergentes el traspaso del tipo de cambio a la inflación sea cuatro veces más elevado que en los países industrializados, y que el efecto depresivo de una devaluación en la cuenta corriente sea cinco veces más severo que en los desarrollados. Estos hechos son consecuencias de la pérdida de acceso en los mercados financieros internacionales, debido a que la devaluación de su moneda causa una degradación de sus deudas soberanas cinco veces mayor a la que se registra en promedio en los países desarrollados (Calvo y Reinhart, 2002).

Cuando los choques externos se generan en los mercados financieros, la adopción de un régimen de tipo de cambio flexible, lejos de estabilizar a las economías en desarrollo, provoca mayor volatilidad en las mismas, porque grandes flujos de capitales externos de corto plazo aprecian el tipo de cambio y fomenta la inflación en el mercado de capitales. Y esto retroalimenta la entrada de flujos de capitales y, por tanto, la apreciación del tipo de cambio real. Por el contrario, una contracción en el flujo de capital, al deprimir el mercado de valores, induce fugas de capitales que deprecian la moneda. Ante tal situación, si se eleva la tasa de interés para contener el traspaso inflacionario de la devaluación, el efecto depresivo en las cotizaciones de los títulos retroalimentará el proceso inflacionario (López y Perrotini, 2006).

Estos efectos demuestran que los bancos centrales de las economías en desarrollo y emergentes no puede influir directamente en su tipo de cambio a través de la tasa de interés, pues los diferenciales de tasas explican sólo una pequeña parte de las variaciones de los tipos de cambio (Hüfner, 2004). En países con moneda débil, que es el caso de estas economías, las operaciones de mercado abierto son insuficientes para asegurar la estabilidad financiera debido a que sus tipos de cambio no dependen de la liquidez de sus mercados financieros (i.e. estabilidad de los precios de sus activos financieros), como en el caso de los países con moneda de reserva, sino del

saldo de su balanza comercial y del flujo de capital externo. En otras palabras, en el caso de los países en desarrollo, la debilidad de sus monedas se debe al bajo desarrollo y profundidad de sus mercados de capitales y al déficit estructural de su balanza de pagos (Toporowski, 2005).

Las características institucionales y estructurales de las economías en desarrollo, como su alta dependencia tecnológica, baja profundidad de sus sistemas financieros y alta dolarización de pasivos, dificultan la operación de la política monetaria de metas de inflación, según lo establecido en su modelo teórico. En otras palabras, en dichas economías la operación del esquema de metas de inflación no se opera únicamente a través de la tasa de interés como instrumento intermedio y tampoco se adopta un régimen cambiario de libre flotación, debido a que el tipo de cambio es el principal canal de transmisión de la inflación (Calvo y Reinhart, 2002).

Determinación de la tasa de interés y manejo del tipo de cambio

Los problemas que enfrentan los bancos centrales de las mencionadas economías para manejar el tipo de cambio a través de variaciones en la tasa de interés, han sido reconocidos por varios autores (Bofinger y Wollmerhäuser, 2001; Calvo y Reinhart, 2002; Baqueiro, Diaz y Torres, 2003; Toporowski, 2005). En el caso de los países con moneda de reserva y mercados financieros desarrollados y líquidos, sus bancos centrales pueden alcanzar la estabilidad cambiaria y financiera mediante variaciones de la tasa de interés, para lo cual recurren a las operaciones de mercado abierto. Ello es posible porque la profundidad y liquidez de sus mercados financieros permiten amortiguar y reducir las fluctuaciones del tipo de cambio, ya que las variaciones del tipo de cambio dependen de la facilidad que ofrezcan sus mercados financieros para diversificar plazos sin pérdidas de capital, a ello también contribuyen las operaciones de mercado abierto. En cambio, en las economías en desarrollo con moneda débil, sistemas financieros poco profundos y con baja liquidez y déficit estructural en la cuenta corriente de la balanza de pagos, la convertibilidad de sus monedas y el nivel de su tipo de cambio dependen principalmente de los flujos de capital externo de corto plazo, cuyas entradas están determinadas por el *spread* entre las tasas de interés internas y externa. En otras palabras, no están determinados directamente por las acciones de sus bancos centrales (Toporowski, 2005), como las operaciones de mercado abierto.

Por otro lado, en las economías en desarrollo y emergentes no es posible evitar la devaluación del tipo de cambio mediante una elevación de la tasa de interés, debido a que las acciones de sus bancos centrales para fijar la tasa de interés están determinadas por la entrada de flujos de capitales de corto plazo. De ahí que, primero debe monetizarse dichos flujos y posterior-

mente esterilizarlos de forma total o parcial mediante la colocación de títulos del sector público, a través de operaciones de mercado abierto. Por tanto, en esas economías sus bancos centrales sólo pueden actuar de forma defensiva ante las preferencias de los inversionistas externos por activos en moneda local (Wray, 2004).

Dado el desequilibrio estructura de su balanza de pago, en las economías en desarrollo las decisiones de inversión real no sólo están determinadas por la rentabilidad del proyecto de inversión y la tasa de interés en moneda local, también se ven influidas por los rendimientos esperados de activos denominados en moneda extranjera (Toporowski, 2007). En condiciones de alta incertidumbre en estos países, la sustitución de activos en moneda local por depósitos en moneda extranjera es elevada, debido a que las variaciones en los tipos de cambio por lo general son superiores a los rendimientos de las inversiones productivas. La sustitución de moneda local por divisas obliga a los bancos centrales de estos países a obtener moneda extranjera para resolver los problemas internos de liquidez, ya sea elevando la deuda externa y/o reprimiendo el crecimiento económico para disminuir los requerimientos de divisas para financiar la cuenta corriente de la balanza de pagos. Ello ha contribuido a la conformación de un doble circuito monetario y a la desacumulación de capital (Castaingnts, 2004).

Las expectativas de devaluación también influyen de forma negativa en las decisiones de inversión real a través de dos efectos. El primero está relacionado con la dependencia tecnología y, en consecuencia, con el elevado traspaso de la inflación por el canal del tipo de cambio. De tal forma que una devaluación de la moneda local eleva la tasa de inflación y contrae la actividad económica, con la consiguiente caída del ingreso. El segundo efecto, directamente relacionado con el primero, se refiere a la caída del valor de mercado de las empresas provocada por la caída del ingreso y la elevación simultánea de la tasa de interés necesaria para contener la fuga de capitales. A ello se suman los efectos recesivos de los incrementos en los costos de reposición de los activos fijos, generados por el aumento del tipo de cambio y la mayor inflación (Garrido, 2010).

En los países en desarrollo y emergentes que han adoptado que aplican la política de metas de inflación, la especulación con activos externos no sólo contrae el ingreso (efecto multiplicador negativo sobre la inversión productiva). Además profundiza los efectos recesivos porque, bajo el principio de finanzas públicas sanas, paralelamente se aplican medidas fiscales restrictivas. La combinación de todos estos factores explica por qué en estas economías el tipo de cambio presenta una elevada relación negativa con el ingreso y la inversión.

El elevado costo económico y social que genera la devaluación de la moneda en los mencionados países explica la relativa indiferencia o com-

placencia de sus bancos centrales ante la apreciación de sus monedas. Incluso, éstos han provocado el "mal holandés" al elevar las tasas de interés internas para promover la entrada masiva de flujos de capitales externos de cartera, cuando existen condiciones favorables en los mercados financieros internacionales. La resistencia de los bancos centrales de estas economías a dejar que sus monedas floten, a pesar de que declaran tener regímenes cambiarios flexibles, se debe a cuatro factores (Calvo y Reinhart, 2002; Reinhart y Rogoff, 2004): *a)* por el elevado fondeo interbancario en moneda extranjera para expandir el crédito en moneda local, así como las elevadas deudas en moneda extranjera del sector público y privado no financiero; *b)* porque las fluctuaciones del tipo de cambio tienen impactos en el producto; *c)* porque es altamente probable que en situaciones críticas (una corrida especulativa sobre la moneda local) se presenten sobre reacciones del tipo de cambio (*overshooting*) si no se tiene acceso a financiamiento externo, y *d)* porque las variaciones en el tipo de cambio se traspasan casi en la misma proporción a la inflación.

Revisión de la evidencia empírica para las economías en desarrollo y emergentes

Con base en la evidencia empírica aportada por investigaciones para el caso de las economías en desarrollo (Mántey, 2010), se puede sostener que las principales tesis y supuestos en que se sustenta el modelo de metas de inflación no recogen las características fundamentales de las economías en desarrollo. En el caso de México, las pruebas para la curva IS muestran que existe una correlación baja y de signo positivo entre la brecha de producto y la tasa de interés real (del mercado monetario). Ello conduce a rechazar la existencia de una relación de causalidad entre estas dos variables, contrario a lo sostenido por el NCM. Por otro lado, el tipo de cambio real mantiene una relación inversa con la brecha de producto, lo que se confirma con las pruebas de Granger, que indican que la devaluación real de la moneda precede a la contracción del ingreso; esto es, a medida que el tipo de cambio real se aprecia, el nivel de producción disminuye. En cuanto a la curva de Phillips, los resultados de las pruebas empíricas para la economía mexicana niegan la existencia de una relación directa entre la brecha del producto y la tasa de inflación, como lo postula el enfoque convencional. La relación entre estas dos variables es negativa, y las pruebas de Granger indican que ambas variables se influyen mutuamente (Mántey, 2010).

Como mencionamos arriba, los modelos de metas de inflación asumen la influencia del tipo de cambio sobre la tasa de inflación porque recono-

cen que el traspaso del tipo de cambio a la inflación ocurre más rápido que a través de la tasa de interés. Sin embargo, suponer el cumplimiento de la paridad descubierta[2] de tasas de interés (Ball, 1999; Svensson, 2000) tiene dos implicaciones prácticas: *1)* que los bancos centrales pueden ajustar y estabilizar el tipo de cambio a través de variaciones de la tasa de interés, y *2)* que la relación de causalidad entre estas dos variables va de la tasa de interés al tipo de cambio.

Los resultados de las investigaciones empíricas sobre los efectos de los mecanismos de operación del modelo de metas de inflación en economías en desarrollo y emergentes (Hüfner, 200; Mántey, 2010) muestran que los bancos centrales mantienen la estabilidad monetaria y, por tanto, cumplen la meta de inflación, mediante las intervenciones de esterilización en el mercado de cambios, pero no pueden evitar la apreciación del tipo de cambio real. Ello demuestra que los bancos centrales aceptan implícitamente que la hipótesis de la paridad descubierta de tasas de interés no se cumple y que el tipo de cambio es el principal mecanismo de transmisión de la inflación.

En apoyo a esta afirmación, los resultados de Hüfner (2004)[3] muestran que el parámetro del diferencial de tasas de interés es significativamente

[2] La única diferencia entre una paridad cubierta y una descubierta radica en la sustitución del tipo de cambio real a plazo por el tipo de cambio al contado sistemáticamente esperado en el futuro. El cumplimiento de este último depende del supuesto de homogeneidad entre los inversionistas de diferentes nacionalidades y de la libre movilidad de capital. En consecuencia, la paridad descubierta de tasas de interés representa un riesgo neutral, precisamente porque los activos financieros y extranjeros son sustitutos perfectos. Por lo tanto, el rendimiento que los inversionistas pueden ganar al invertir en depósitos domésticos y extranjeros será igual en todos los países, pues se supone que los tipos de cambio se ajustan. Como vemos, el supuesto de homogeneidad entre los inversionistas domestico y extranjeros y, por tanto, la existencia de riesgo neutral, es fundamental para los enfoques convencionales sobre las finanzas internacionales, pues constituye un factor clave en el ajuste del tipo de cambio (Bekaert, Wei y Xing, 2007). Bajo este marco, no ocurrirá un exceso de rendimientos debido a que la tasa de interés en el país extranjero será compensada por una depreciación de la moneda extranjera, debido a que la paridad descubierta de intereses es el resultado del arbitraje internacional entre los inversionistas. Entonces, para que la paridad descubierta de intereses se cumpla se debe partir de dos supuestos: *1)* que las inversiones en distintos países son equivalentes, o en otras palabras, que los inversionistas en distintos países son homogéneos o que las inversiones en distintos países son sustitutos perfectos, lo que significa que existe un riesgo neutral, y *2)* que existe libre movilidad de capitales.

[3] En el caso de la investigación de Hüfner (2004), para la validez de la hipótesis de paridad descubierta de tasas de interés se consideró a cinco países que aplican el esquema de metas de inflación, siguiendo el enfoque monetario de balanza de pagos (tratando de demostrar la paradoja de Fisher), relacionó las variaciones corrientes en el tipo de cambio con los diferenciales rezagados de las tasas de interés respecto a las tasas de interés de depósitos en dólares. Los resultados para los cincos países muestran que el parámetro del diferencial de tasas de interés es significativamente negativo. Por su parte, la investigación de Mántey (2009) se centra en la eco-

negativo, lo que indica que los inversionistas internacionales aprovechan en el corto plazo los diferenciales de tasas (*carry trade*). Conduciendo en algunas ocasiones a la apreciación de las monedas que pagan mayores tasas de interés, lo que genera el *forward premium puzzle*. Además, en el caso de los países que presentan un elevado traspaso del tipo de cambio a la inflación, como México, es altamente probable que sus bancos centrales enfrenten problemas para establecer la tasa de interés de paridad, debido a que la apreciación de la moneda doméstica conduce a una reducción de la inflación. Ante tal situación, si el banco central, con el propósito de compensar la elevada apreciación del tipo de cambio real, elevará la tasa de interés nominal es altamente probable que la tasa de interés real sea tan alta que provoque una depresión, la cual conducirá a una crisis financiera por deflación de activos del tipo Minsky (2008).

El elevado traspaso de la inflación a través del tipo de cambio debido a la alta dependencia tecnológica y la elevada dolarización de pasivos en las mencionadas economías, explica que las variaciones de la tasa de interés no generen efectos importantes en el tipo de cambio, pues la relación de causalidad va de éste a tasa de interés. En el mejor de los casos, los efectos de la tasa de interés sobre el tipo de cambio son insignificantes; ello contradice la afirmación de los teóricos del NCM en el sentido de que variaciones en la tasa de interés inducen cambios en el tipo de cambio (Bofinger y Wollershäuser, 2001).

Recapitulando, si la hipótesis de paridad descubierta de tasas de interés no se cumple, el logro de la meta de inflación en las economías en desarrollo y emergentes sólo es posible si sus bancos centrales logran mantener estable el tipo de cambio nominal. Ello es posible mediante el manejo independiente pero coordinado del tipo de cambio y la tasa de interés; es decir, la operación de la política de metas de inflación en estas economías se realiza mediante dos instrumentos: el tipo de cambio y la tasa de interés.

El mecanismos de estabilización monetaria en México. La intervención esterilizada en el mercado cambiario y deuda pública interna

Después de las crisis cambiario-financieras de la década de los noventa, los bancos centrales de los países en desarrollo aprendieron que, mediante la disposición de una elevada acumulación de reservas internacionales, las inter-

---

nomía mexicana, que se caracteriza por el elevado traspaso del tipo de cambio a la inflación debido a su alta dependencia tecnológica.

venciones en el mercado cambiario y el mantenimiento de un amplio diferencial entre las tasas internas y externas era posible posponer ajustes cambiarios que generan fuertes presiones inflacionarias en sus economías (Padoa-Schioppa, 1988, 1994). Establecido previamente el nivel del tipo de cambio nominal por parte de los bancos centrales de dichos países, la sobreoferta de reservas internacionales es un factor clave, porque la disponibilidad de divisas les permite a éstos comprar el exceso de oferta de divisas que generan los flujos de capital, por un lado, y, por el otro, controlar al mismo tiempo la tasa de interés mediante la emisión de títulos públicos para esterilizar el impacto monetario que dichos flujos pueden generar en la base monetaria, en ausencia de dichas intervenciones. Además, debido a que la tasa de interés interna es muy sensible a las variaciones de las tasas externas, la autoridad monetaria procura mantener un diferencial de tasas alto para retener los flujos ya existentes en el país y estimular la entrada de nuevos flujos.

Bajo un escenario internacional de excesiva liquidez y libre movilidad de capitales, en 1996 México decide iniciar el tránsito hacia la adopción rigurosa del modelo macroeconómico de metas de inflación, lo que obligó al Banco de México a mantener estable el tipo de cambio nominal para cumplir la meta de inflación, sin tener que recurrir a variaciones de la tasa de interés para tales fines.

La instrumentación independiente de la tasa de interés y el tipo de cambio

Después de la crisis cambiario-financiera de 1994-1995, el Banco de México declaró en múltiples ocasiones que el régimen cambiario vigente era de flotación, y que la tasa de interés era el principal instrumento de la política monetaria, y que las variaciones de ésta respondían a las desviaciones de la inflación observada respecto de la meta establecida (Martínez *et al.*, 2001; Torres-García, 2002). Aunque la permanente sobreoferta de divisas y las intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario demostraban lo contrario.

Resultados de investigaciones empíricas que estiman la Regla de Taylor y los determinantes de la tasa de interés para México, demuestran que el tipo de cambio sigue desempeñando el papel de ancla nominal de la economía. Los resultados de uno de estos trabajos (Galindo y Guerrero, 2003) muestran que el Banco de México no actúa de forma consistente con el modelo teórico del esquema de metas de inflación, ya que el coeficiente estimado para la brecha de producto fue no significativo. En otro trabajo (Torres-García, 2002),[4] cuyo objetivo es demostrar que la política monetaria se había

[4] En este trabajo se estiman varias Reglas de Taylor con métodos estadísticos diferentes. La hipótesis nula que se plantea sostiene que el parámetro de la brecha de inflación debe ser supe-

convertido en el ancla de la economía, asumiendo la adopción de un tipo de cambio flexible para el periodo 1997-2002, pues los resultados empíricos arrojan un coeficiente para la brecha de inflación menor a la unidad.[5]

En el trabajo de Martínez *et al.* (2001) se estima una función de reacción para demostrar que el Banco de México había abandonado el ancla del tipo de cambio nominal,[6] pero su resultado indica que el Banco de México fija el nivel de la tasa de interés *ex-ante* respondiendo a las expectativas de inflación, a la brecha de producto y a la tasa de interés externa, incluido el riesgo país.[7] Siguiendo la teoría de la paridad de tasas de interés y en favor de sus resultados, estos autores argumentan que las perturbaciones del sector externo distribuyen sus efectos entre la tasa de interés y el tipo de cambio, en tanto que la instrumentación del corto, en la medida que influye de forma indirecta sobre las tasas de interés, disminuye el efecto sobre el tipo de cambio.

Estos resultados contrastan con la evidencia empírica aportada por otras investigaciones sobre el mismo tema, pero que parten de un marco teórico heterodoxo, como los realizados por Mántey y Levy (2006) y Mántey (2009, 2011). En este último estudio, la autora sostiene que los resultados y argu-

---

rior a uno si la política monetaria se convirtió en el ancla de la economía, pues ello significaría que el Banco de México reaccionaba elevando la tasa de interés en mayor proporción que la desviación de la inflación observada respecto a la meta fijada.

[5] En el trabajo de Torres-García (2002) se realizan varias estimaciones para la Regla de Taylor. En la primera se estima una Regla de Taylor básica, mediante el método generalizado de momentos tomando como instrumentos los rezagos de las mismas variables consideradas en la regla; esto es, la brecha de producto, la brecha de inflación y la brecha de tasa de interés nominal. De acuerdo con los resultados, sólo la tasa de interés rezagada fue significativa. Ello indica que el Banco de México siguió una política gradualista, la que normalmente siguen todos los bancos centrales. Otra estimación, donde se incluye como instrumentos al tipo de cambio y a los salarios, el coeficiente de la brecha de inflación fue significativo y mayor a la unidad. Sin embargo, al incluir la tasa de crecimiento del tipo de cambio con un rezago, el coeficiente de la brecha de la inflación fue menor a la unidad. Estos datos dejan ver que el tipo de cambio sigue cumpliendo el papel de ancla de la economía, es decir, no ha sido sustituido por la política monetaria. En la tercera estima de una Regla Taylor se sustituye el tipo de cambio rezagado por el riesgo país (EMBI), medido éste por el diferencial (*spread*) de la tasa de interés de los bonos Brady mexicanos respecto a la tasa de interés de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos; de lo que resultó un coeficiente significativamente superior a uno para la brecha de inflación. Aparentemente, este resultado confirmar que la política monetaria se convirtió en el ancla nominal de la economía; sin embargo, el resultado de esta estimación debe tomarse con precaución, porque el riesgo país generalmente es utilizado como un indicador de las presiones sobre el tipo de cambio.

[6] En la función de reacción que construyeron se sustituye el tipo de cambio nominal por la tasa de interés *ex ante* como objetivo intermedio de la política monetaria. Para estimar esta tasa utilizaron la tasa de fondeo bancario y la información sobre la *Encuesta de Expectativas de Inflación de Agentes Relevantes del Sector Privado* realizada por el Banco de México.

[7] Como indicador de esta última variable se tomo la tasa de colocación de bonos en el exterior por parte del gobierno mexicano.

mentos de la investigación de Martínez *et al.* (2001) no se sostienen por dos razones: *a)* si la política de tasa de interés tuviera como objetivo la regulación del tipo de cambio de corto plazo, no se puede afirmar que el nuevo esquema de política monetaria "busca afectar a la inflación por canales alternativos al tipo de cambio" (Martínez *et al.*, 2001:3), y *b)* si la política de tasa de interés efectivamente influye sobre el tipo de cambio no se registraría la relación de causalidad del tipo de cambio a la tasa de interés, que en este trabajo se reconoce y que otras investigaciones también reportan (Castellanos, 2000; Mántey y Levy, 2006).

Es importante señalar que todas estas investigaciones concluyen que las variaciones en el tipo de cambio preceden a las variaciones en la tasa de interés, y no a la inversa como lo sostienen los enfoques convencionales. Así mismo, en los trabajos de Castellanos (2000), Torres-García (2002) y Martínez *et al.* (2001), se detectó que las tasas de fondeo bancario y de Cetes se encuentran fuertemente influidas por las variaciones del tipo de cambio y por el diferencial, con diferentes rezagos, de la tasa de interés del bono Brady mexicano con respecto de la tasa de interés del bono del Tesoro de Estados Unidos.

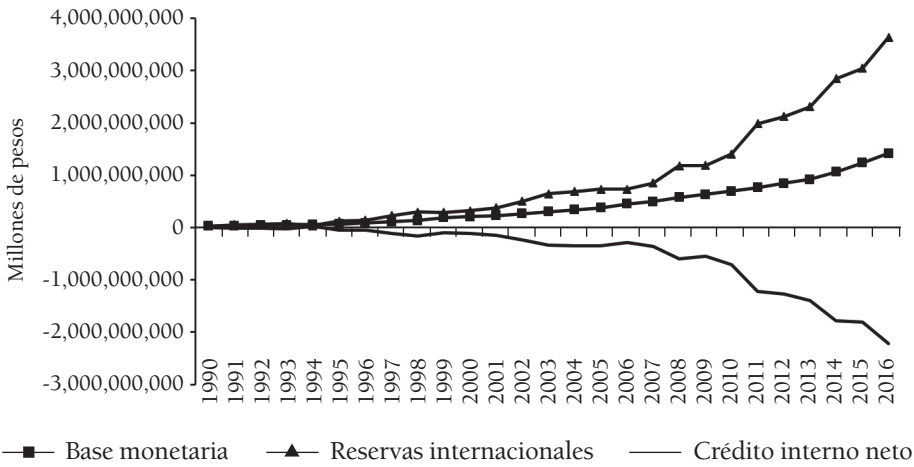
Todos los trabajos mencionados (Castellanos, 2000; Torres-García, 2002; Martínez *et al.*, 2001) identificaron que el Banco de México reacciona de forma rápida a los cambios y condiciones de los mercados financieros internacionales; prueba de que éstos influyen de forma directa en el nivel del tipo de cambio. Esta evidencia nos permite sostener que la autoridad monetaria no ha sustituido al tipo de cambio como ancla nominal de la economía, como lo sostiene en sus declaraciones.

En el mismo sentido se ubican las investigaciones de Calvo y Reinhart (2000), Reyes (2003, 2007) y Reyes y Ball (2004, 2008), ya que sus resultados muestran que en etapas recesivas el Banco de México elevó la tasa de interés, para contener las presiones sobre el tipo de cambio generada por la inestabilidad en otros mercados financieros internacionales. Dichos autores advierten que este comportamiento de la autoridad monetaria mexicana no es consistente con el esquema de metas de inflación, pues se supone que si la política monetaria de metas de inflación actúa bajo un régimen cambiario flexible no es necesario elevar las tasas de interés. Por su parte, Mántey (2010) señala que el hecho de que el tipo de cambio sea una variable significativa en la función de reacción del Banco de México, no debe interpretarse como que el instituto emisor pueda influir en el nivel de éste, a través de variaciones en la tasa de interés, ya que —como se mostró arriba— la evidencia empírica muestra reiteradamente una relación de causalidad inversa, esto es, del tipo de cambio a la tasa de interés.

La función de reacción del Banco de México y las intervenciones esterilizadas en el mercado de cambios

Los cambios drásticos que se vienen registrando desde 1996 en el balance del Banco de México, como la tendencia crecientemente negativa del crédito interno, son indicadores de que la autoridad monetaria continúa realizando operaciones de esterilización en el mercado cambiario. Desde finales de la década de los ochenta, una vez que se eliminaron totalmente los requisitos de cartera de los bancos y se liberalizaron las tasas de interés sobre los depósitos, la creciente acumulación de reservas internacionales se explica en gran medida por la paulatina disminución del crédito interno neto del Banco de México (véase la gráfica 1).

GRÁFICA 1
AJUSTE EN LA HOJA DEL BALANCE DEL BANCO DE MÉXICO
(19910-2016)



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México.

En la gráfica 1 se observa que la intervención en el mercado cambiario por parte del Banco de México, con el propósito de esterilizar los efectos monetarios que generan los flujos de capital de corto plazo sobre la base monetaria, es acompañada de la contracción del crédito interno neto que el instituto emisor otorga al gobierno y a la banca comercial. Este manejo restrictivo del crédito interno neto es más evidente a partir de 2001, cuando se adopta la meta de inflación de 3±1%, pues a medida que se elevan los flujos de capital de cartera y, por ende, se incrementan las reservas internacionales, el Banco de México contrae el crédito interno para mantener es-

table las variaciones en la base monetaria. De esta forma, mantiene estable el tipo de cambio nominal y, en consecuencia, cumple la meta de inflación.

La contracción del crédito interno neto por parte del Banco de México, puede llegar a ser un factor desestabilizador del sector financiero, debido a que cuando se establecen objetivos para la tasa de interés y para el tipo de cambio la autoridad monetaria opera con mayores restricciones que un consejo monetario. En este último caso, que se caracteriza porque el tipo de cambio está predeterminado y la tasa de interés es libre, cuando las reservas internacionales aumentan la autoridad monetaria no concede crédito ni al gobierno ni a la banca comercial, pero monetiza íntegramente la entrada de divisas, lo que hace bajar la tasa de interés.

Por el contrario, en el caso de las economías en desarrollo y emergentes cuyos bancos centrales establecen una tasa de interés como objetivo intermedio de la política monetaria y reducen el crédito interno neto para mantener estable el tipo de cambio nominal mediante operaciones de esterilización en el mercado cambiario, que es el caso del Banco de México, enfrentarán fuertes problemas para manejar su tasa de interés. Primero, porque no pueden bajar la tasa de interés debido a que deben mantener un diferencial atractivo respecto a la tasa externa para retener los capitales externos y estimular la entrada de nuevos, ya que la sobreoferta de divisas es necesaria para mantener la política de intervención esterilizada en el mercado cambiario. Segundo, y aunado a lo anterior, porque la autoridad monetaria no puede bajar la tasa de interés debido a que esta medida elevaría la demanda de liquidez, lo que entraría en contradicción con la política de intervención esterilizada en el mercado cambiario.

Con el propósito de estimar el impacto de la esterilización en las reservas internacionales y el crédito interno neto se evaluó una función de reacción del Banco de México, expresada mediante la siguiente identidad (Kim, 2002, 2003), esto es, no representa una relación de causa-efecto.

$$\Delta CIN = -\Delta RI$$

Dónde:

CIN= Crédito Interno Neto

RI=Reservas Internacionales

Esta ecuación es una función lineal entre el ΔCIN y las ΔRI. El cociente resultante se denomina "coeficiente de esterilización". Si el coeficiente tiene un valor de -1, ello indica que el Banco de México esteriliza completamente los efectos monetarios de los flujos de capital, que se expresan en un incremento en las RI. Si el coeficiente toma el valor entre 0 menor -1, la

operación de esterilización en el mercado cambiario es incompleta. Y si su valor está entre 0 o mayor a 1, se trata de una intervención no esterilizada.

La función se evaluó para el periodo 1996-2016, porque a partir de 1996 las intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario por parte del Banco de México se hacen más recurrentes. El modelo econométrico se evaluó con datos trimestrales de las variables, aplicándoles logaritmos. Así mismo, se construyó un modelo dinámico para resolver problemas de multicolinealidad, heterocedasticidad, autocorrelación y normalidad.

El resultado del modelo indica, $\Delta CIN = -61\Delta RI$, que durante el periodo 1996 2016, el Banco de México realizó una intervención esterilizada incompleta, ya se esteriliza el 61% de los flujos de capitales o del incremento que éstos generan en la RI, permite que sólo se monetice el 39% restante. En otras palabras, el Banco de México sólo permite que se monetice el restante 39% del total de los flujos de capital que ingresas al país y, por tanto, sólo permite un incrementó del 39% en la Base monetaria. Estos resultados coinciden con los obtenidos en otros trabajos empíricos sobre el tema (Ortiz, 2013; Mimbrera y Rosas, 2015; Domanski *et al.*, 2016).

TABLA 1
COMPOSICIÓN DE LA FUNCIÓN DE REACCIÓN
DE BANCO DE MÉXICO (1996-2016)

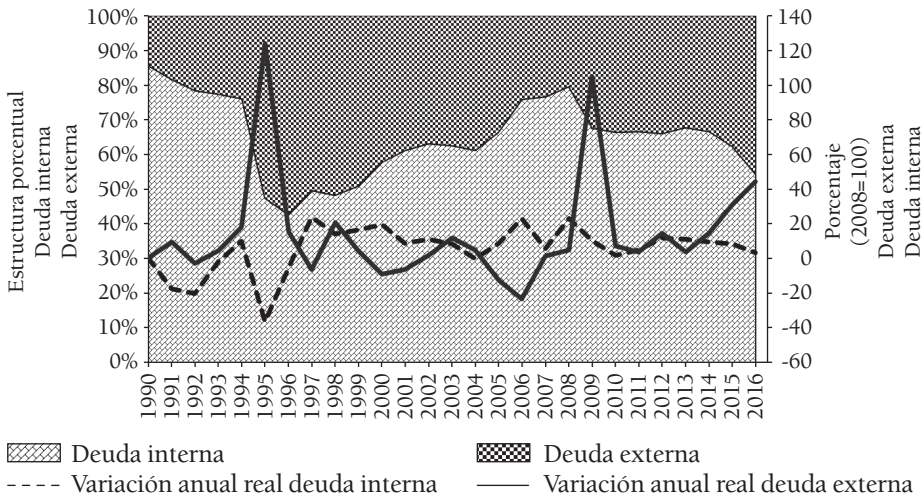
Reservas Internacionales (RI)	100%
Reacción (CIN)	-61%
Base monetaria (BM)	39%

FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México.

La deuda pública interna y la inestabilidad financiera endógena

Como se mencionó arriba, la contraparte de la política de intervención esterilizada es la emisión de títulos públicos y/o del mismo Banco de México. En la gráfica 2 se observa que la deuda pública interna ha elevado su proporción en la deuda total, como resultado de su crecimiento acelerado. Dicha tendencia sólo se interrumpe en 1995-1996, para reanudarse a partir de 1997. La mayor proporción de la deuda interna, respecto a la deuda externa, así como su mayor crecimiento en 1996-1997 y 2007-2008 son resultado no sólo de la contratación de nueva deuda para enfrentar la volatilidad en las tasas de interés y tipo de cambio que generaron las crisis financieras de 1994-1995 y la crisis financiera internacional que irrumpe en 2007, respectivamente, sino también de los efectos de la devaluación del peso como del intercambio de deuda en peso por deuda en dólares.

GRÁFICA 2
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México.

Esta tendencia también se refleja en el coeficiente de deuda pública interna/PIB, que de representar el 11 por ciento en 2000, se elevó al 30 por ciento en 2016. El tamaño de la deuda pública interna, como proporción del PIB, no es un problema en sí mismo (Nell, 2003; Forstater, 2003). Sin embargo, sí consideramos que esta proporción y su crecimiento están determinados por las operaciones de esterilización y el bajo crecimiento del producto y el empleo, la evolución de dicho indicador es preocupante, ya que no existen las condiciones macroeconómicas que aseguren su servicio.

Ante tal situación, si se presenta una salida masiva de capitales, el Banco de México enfrentará una severa restricción para ejecutar la política monetaria; tal como sucedió antes y después de la devaluación del peso en diciembre de 1994 y entre 2007-2008, ante la volatilidad del tipo de cambio y la tasa de interés generada por la crisis financiera internación de esos años. La volatilidad del tipo de cambio en 2016-2017, debido al incremento de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos, también es un indicador de los posibles problemas financieros y monetarios a que puede enfrentarse el gobierno mexicano. Al respecto, la crisis cambiario-financiera de 1995 demostró que el choque a la cuenta de capital y la caída en los precios de los títulos de deuda pública provocados por la devaluación del peso, son capaces de limitar las acciones del Banco de México para contener la inestabilidad financiera y, en consecuencias, los efectos sobre el funcionamiento del sistema de pagos. Los préstamos de los organismos multilaterales, como el FMI, siempre son una alternativa para enfrentar dichos

problemas, pero ello no resuelve las causas que originan dicha fragilidad; por el contrario, la reproduce.

Dada la estructura actual de la deuda pública interna, si el Banco de México eleva la tasa de interés para contener la fuga de capitales y frenar las actividades especulativas, se provocarán pérdidas cuantiosas por cambios en la valoración de los portafolios de las instituciones financieras. El riesgo de mercado puede ser elevado si una proporción importante de los títulos públicos está a largo plazo, a tasas fijas y valorados a precios de mercado. Paradójicamente, la colocación de bonos públicos en el mercado de capitales con el propósito de estabilizar el tipo de cambio y, por tanto, reducir el riesgo cambiario, se puede convertir en una fuente generadora de riesgo financiero debido al incremento de la proporción de estos títulos en la cartera de las instituciones bancarias y de los inversionistas institucionales. A ello se suman las prácticas inadecuadas para calcular los requerimientos de capital por parte de la banca comercial.

En un contexto como éste, una elevada deuda pública interna puede conducir al gobierno a una elevada exposición al riesgo cambiario y al sistema financiero a una elevada exposición al riesgo del mercado de la deuda pública. Dichos riesgos podrían aminorarse si una parte importante de la tenencia de títulos públicos en poder de no residentes estuviese denominada en moneda doméstica, pero ello es poco probable que ocurra debido a la sustitución imperfecta entre bonos locales y bonos extranjeros.

Ante un choque de *spread*, esto es de un incremento de las tasas de interés externas con respecto a las internas que provoque una fuerte depreciación del peso y una caída de los precios de los bonos gubernamentales de largo plazo, el Banco de México podría enfrentarse a fuertes limitantes para conducir su política antiinflacionaria, pues las medidas que tomara podrían tener efectos negativos sobre el valor de los títulos públicos de largo plazo y sobre el patrimonio del sistema financiero. Por otro lado, ante un cambio en las expectativas devaluatorias de los tenedores de títulos públicos debido a una apreciación excesiva del peso, una intervención esterilizada en el mercado cambiario mediante la venta de bonos públicos puede ser limitada, si el Banco de México considera que la exposición del sistema financiero a los riesgos de mercado de la deuda pública es demasiado alta.

La colocación de títulos públicos con fines antiinflacionarios ha contribuido a la contracción del financiamiento a la inversión productiva, pues dichos títulos resultan más atractivos ante la incertidumbre que representa financiar proyectos productivos en un contexto de bajo crecimiento económico, acompañado de una estabilidad monetaria basada en el anclaje del tipo de cambio. Estas condiciones han favorecido la demanda de bonos públicos, en particular por parte de los inversionistas institucionales, como

las compañías de seguros y los fondos de inversión, en cuyos portafolios de inversión los títulos públicos representan una proporción considerable y registran un alto dinamismo. No obstante ello, la mayoría de estos portafolios presentan una baja diversificación en la composición de sus instrumentos, debido a la ausencia de activos domésticos con una correlación inversa. Otro factor que contribuye a la baja diversificación de los portafolios, es la subestimación de la posibilidad de que se presenten los riesgos de mercado y financiero de la deuda pública interna, porque se asume que el gobierno tiene la capacidad financiera para enfrentarlo, es decir, no existe la posibilidad de que el gobierno quiebre.

En el contexto internacional actual, esta consideración es relativa, porque si bien los intermediarios financieros tienen posibilidades de invertir en activos externos, existen razones que inhiben estas operaciones. Entre éstas se encuentran: *a*) el deterioro de la relación de solvencia de la mayoría de los gobiernos, debido a la revaluación de las deudas pública durante 2001-2006; *b*) la alta volatilidad cambiaria que dejó la crisis del sector hipotecario de Estados Unidos; *c*) el contexto internacional marcado por el riesgo soberano que generó el problema de la deuda pública de Grecia, pero también de otros países de la zona euro.

A MANERA DE CONCLUSIÓN

La adopción de la política de metas de inflación en México tiene elevados costos económicos, fiscales, y financieros, porque el cumplimiento de la meta de inflación se sostiene en la política de intervención esterilizada en el mercado de cambios, para asegurar la estabilidad del tipo de cambio nominal y, por ende, la estabilidad monetaria.

Los riesgos potenciales que implica la elevada deuda pública interna del gobierno mexicano, como contraparte de las operaciones de esterilización en el mercado cambiario, puede enfrentar al Banco de México a la disyuntiva de decidir entre el riesgo cambiario del sector público, el riesgo del mercado del sistema financiero y el riesgo inflacionario. Cualquiera que sea la decisión que tome la autoridad monetaria, el costo económico y social será muy alto, pues cualquiera de ellas conduce a la caída de la actividad económica y a un mayor desempleo.

El incremento de la inflación entre 2006-2017, debido en parte al ajuste del tipo de cambio, significa que éste continúa siendo el principal canal de transmisión de la inflación, pues la liberalización comercial no redujo la dependencia tecnológica, esto es, la restricción externa al crecimiento económico.

El elevado traspaso del tipo de cambio a la inflación obliga a instrumentar una política de reindustrialización integral tendiente a reducir la dependencia tecnológica y, con ello, la inestabilidad monetaria, cambiaria y financiera.

Bibliografía

Ball, L. (1999), Policy rules for open economies", en J.B. Taylor (ed.), *Monetary policy rules*, *NBER-BC*, University of Chicago Press.

Ball, L. (2002), "Policy rules and external shocks", en N. Loayza y K. Schmidt-Hebbel (eds.), *Monetary policy, Rules and transmission mechanisms*, Central Bank of Chile, pp. 47-62.

Ball, L. y N. Gregory Mankiw (2002), "The NAIRU in theory and price", *Journal of Economics Perspectives*, vol. 16(4), pp. 115-136.

Baqueiro, A., A. Diaz y A. Torres García (2003), "¿Temor a la flotación o a la inflación? La importancia del 'traspaso' del tipo de cambio a los precios", Banco de México, *Documentos de Investigación*, núm. 2, enero.

Bekaert, Geert, Min Wei and Yuhang Xing (2007), "Uncovered Interest Rate Parity and the Term Structure of Interest Rates", *Journal of International Money and Finance*, vol. 26(6), pp. 1038-1069.

Bernanke, Ben S. y Frederic S. Mishkin (1997), "Inflation targeting, a new framework for monetary policy?", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11(2), pp. 97-116.

Bernanke, Ben S. y Frederic S. Mishkin (2003), "A Perspective on inflation targeting", *Conferencia dictada en la he Annual Washington Policy Conference of the National Association for Business Economics*, Washington D.C.

Bernanke, Ben S. y Frederic S. Mishkin (2007), "Central Bank Commitment and Communication", *discurso en el Cato Institute 25th Annual Monetary Conference*, Washington.

Bofinger, P. y Timo Wollmerhäuser (2001), "Managed floating, Understanding the new international order", *CEPR Discussion Paper*, núm. 3064.

BIS (2005), "Foreign exchange intervention in emerging markets, motives, techniques and implications", Bank for International Settlements, *BIS Papers*, núm. 24.

BIS (2008), "Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies", Bank for International Settlements, *BIS Papers*, núm. 35.

Calvo, G. (2000), "Balance-of-payments crises in emerging markets, large capital inflows and sovereign governments", en P. Krugman (ed.), *Currency Crises*, Chicago, University of Chicago Press.

Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart (1993), Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America, The Role of the External Factors, *IMF, Staff Papers*, vol. 40(1), pp. 8-151.

Calvo, G. y C. Reinhart (2002), "Fear of floating", *Quarterly Journal of Economics*, vol, 117, núm. 2, mayo, pp. 379-408.

Castaignts, T. (2004), "Moneda y dolarización", en E. Correa y A Girón (coords.), *Economía financiera contemporánea*, vol. II, UNAM, UAM-Iztapalapa, Miguel Ángel Porrúa y Senado de la República, México.

Castellanos, S.G. (2000), "El efecto del 'corto' sobre la estructura de las tasas de interés", *Banco de México, Documentos de Investigación*, núm. 2000-1, junio.

Domanski, Dietrich, Emanue Kohlscheen and Ramon Moreno (2016), "Foreign exchange market intervention in EMEs, What has changed," Bank for International Settlements, *BIS QuarterlReview.*

Filardo, A., M. Mohanty y R. Moreno (2012), "Central bank and government debt management, issues for monetary policy", Bank for International *Settlements BIS Papers*, núm. 67.

Forstater, Mathew (2003), "Functional finance and full employment, Lesson from Lerner for today", en Edward J. Nell y Mathew Forstater (eds.), *Reinventing functional finance, Transformational growth and full employment*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, pp. 160-170.

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

Frenkel, R. (2007), "La sostenibilidad de la política de esterilización", *Revista de la CEPAL*, núm. 93, pp. 31-38.

Friedman, M. (1968), "The role monetary policy", *American Economic Review*, vol. 58(1), pp. 1-17.

Galindo, Luis M. y C. Guerrero (2003), "La regla de Taylor para México, un análisis econométrico", *Investigación Económica*, vol. LXII(246), pp. 149-167.

Garrido, C. (2010), "Gestión de la base monetaria por Banxico y desarrollo económico en México", en G. Mántey y Teresa López (coords.), *Política monetaria con elevado traspaso del tipo de cambio, La experiencia mexicana con metas de inflación*, México, Plaza y Valdes-UNAM, pp. 197-225.

Hausmann, R.; U. Panizza y E. Stein (2001), "Why do countries float the way the float?", *Journal of Development Economics,* vol. 66(2), pp. 387-414.

Hüfner, F. (2004), "Foreign Exchange Intervention as a monetary policy instrument, Evidence for inflation targeting countries", *Centre for Euro-*

pean Economic Research, ZEW Economic Studies, núm. 23, Physica-Verlag, Heidelberg.

Kim, S. y N. Roubini (2000), "Exchange Rate Anomalies in the Industrial Countries, A Solution with a Structural VAR Approach", *Journal of Monetary Economics*, vol, 45(3), pp. 561-586.

Kim, S. y N. Roubini (2003), "Monetary Policy, Foreign Exchange Intervention, and the Exchange Rate in a Unifying Framework", *Journal of International Economics*, vol. 60(2), pp. 355-386.

Kydland, F. y E. Prescott (1977), "Rules rather than discretion, the inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy*, vol. 85(3), pp. 473-490.

Le Heron, E. y E. Carre (2005), "Credibilidad, confianza e inflación", en G. Mántey y N. Levy (coords.), *Inflación, crédito y salarios, nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos,* México, Cámara de Diputados/UNAM/Miguel Ángel Porrúa.

López, J. y I. Perrotini (2006), "On floating exchange rates, currency depreciation and effective demand", Banca Nazionale Del Lavoro, *Quartely Review*, vol. LIX(238), pp. 221-242.

López, J.T. y L. Ortiz (2015), "La coordinación de las políticas fiscal y monetaria en América Latina, El caso de Brasil, Chile, México y Perú" en Teresa S. López, G. Mántey y C. Panico (coords.), *Repasando las finanzas para el crecimiento estable de los países en desarrollo*, FES Acatlán, ReFiSt, DGAPA-UNAM, pp. 107-148.

Mántey, G. (2009), "Intervención esterilizada en el mercado de cambios en un régimen de metas de inflación, la experiencia de México", *Investigación Económica,* Facultad de Economía, UNAM.

Mántey, G. (2010), "El "miedo a flotar" y la intervención esterilizada en el mercado de cambios como instrumento de la política monetaria en México", *Política Monetaria con elevado traspaso del tipo de cambio, La experiencia mexicana con metas de inflación,* México, UNAM-FES Acatlán, DGAPA/Plaza y Valdés Editores, pp. 165-196.

Mántey, G. (2011), "La política de tasa de interés interbancaria y la inflación en México", *Investigación Económica,* Revista de la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México, vol. LXX(277), Facultad de Economía-UNAM pp. 37-68.

Mántey, G. (2012), "La política de banca central en la teoría y en la práctica", CEPAL, Serie *Estudios y Perspectivas,* núm. 137, pp. 7-59.

Mántey, G. (2013), "El apoyo fiscal al banco central y la pérdida del señoreaje", *Economía UNAM*, vol.10(30), Facultad de Economía-UNAM, pp. 58-70.

Mántey, G. y N. Levy (2006), "Mark-up determinants and effectiveness of open market operations in an oligopolistic banking sector, The Mexican case", en L. R. Wray y M. Forstater (eds.), *Money, financial instability and stabilization policy*, Cheltenham.

Martinez, L., O. Sánchez y A. Werner (2001), "Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México", *Banco de México*, *Documentos de Investigación*, núm. 2.

Mimbrera, M. y Eduardo Rosas (2015), "La intervención esterilizada en los mercados de cambio de América Latina, causas y consecuencia" en Teresa S. López, G. Mántey y C. Panico (coords.), *Repasando las finanzas para el crecimiento estable de los países en desarrollo,* FES Acatlán, ReFiSt, DGAPA-UNAM, pp. 85-106.

Minsky, Hyman (2008), *Stabilizing an unstable economy*, New York, McGraw Hill.

Mohanty, M. y P. Turner (2006), "Foreign exchange reserve accumulation inemerging markets, what are the domestic implications?", *Bank for International Settlements BIS Quarterly Review.*

Mundell, Robert (1961), "Flexible Exchange Rates and Employment Policy", *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, vol. XXVII (4), pp. 509-517.

Mundell, Robert (1971), "A the Optimum Balance of Payments Deficit and the Theory of Empires", en P. Salin and E. Classen (eds.), *Stabilization Policies in Interdependent Economies*, Amsterdam, North Holland Press, pp. 69-86.

Nell, Edward (2003), "Anchors aweigh, From real to nominal money and from market to government stabilization", en Edward J. Nell y Mathew Forstater (eds.), *Reinventing functional finance, Transformational growth and full employment*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, pp. 171-210.

Ortiz, L.A. (2013), "La deuda pública interna como mecanismo de estabilización monetaria" en Guadalupe Mántey y Teresa S. López (Coords), *La nueva macroeconomía global, Distribución del ingreso, empleo y crecimiento,* FES Acatlán, pp. 209-228.

Padoa-Schioppa, T. (1988), "Toward a New Adjustable Peg?" in *Bergsten, F. et al.* (eds.)*, The International Monetary System, The next 25 years*, Symposium at Basel University, June.

Padoa-Schioppa, T. (1994), *Adapting Central Banking to Changing Environment*, International Monetary Fund, Washington.

Palley, T. (2002), "Escaping the 'policy credibility' trap, reshaping the debate over the international financial architecture", *Problemas del Desarrollo,* vol. 32(126), pp.111-124.

Phelps, E. (1968), "Money-wage dynamics and labor market equilibrium", *Journal of Political Economy*, vol. 76(4), pp. 678-711.

Reinhart, C.M. y K.S. Rogoff (2004), "The modern history of exchange rate arrangements a reinterpretation", *MIT Press*, vol. 119(1), pp. 1-48.

Reyes, J. (2003), "Inflation targeting in emerging countries, Modelling the exchange rate issues?", *Journal of Business & Economics Research*, vol. 1(4), pp. 61-74

Reyes, J. (2007), "Exchange rate pass-through effect and inflation targeting in emerging economies, What is the relationship?", *Review of International Economics*, vol. 15(3), pp. 538-559.

Reyes, J. y Christopher Ball (2004), "Inflation targeting or fear of floating in disguise, the case of Mexico", *International Journal of Finance and Economics*, vol. 9(1), pp. 49-69.

Reyes, J. y Christopher Ball (2008), "Inflation targeting or fear of floating in disguise? A broader perspective", *Journal of Macroeconomics*, vol. 30(1), pp. 308-326.

Svensson, L.E.O. (2000), "Open economy in inflation targeting", *Journal of International Economics*, vol. 50(1), pp. 155-183.

Toporowski, J. (2005), "Limitaciones a la estabilización financiera por los bancos centrales", en G. Mántey y N. Levy (coords.), *Inflación, crédito y salarios, nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*, México, FES Acatlán-UNAM, Cámara de Diputados, pp. 225-236.

Toporowski, J. (2007), "La socialización del riesgo financiero en países en desarrollo", en G. Mántey y N. Levy (coords.), *Políticas macroeconómicas para países en desarrollo*, México, FES Acatlán-UNAM y Miguel Ángel Porrúa, pp. 49-60.

Torres-García (2002), "Un análisis de la tasa de interés en México a través de la metodología de reglas monetarias", Banco de México, *Documentos de Investigación*, núm. 11.

Wray, R. (2004), "International aspects current monetary policy", *CFEPS Working Papers*, núm, 31, University of Missouri, Center for Full Employment a Price Stability.

Woodford, M. (2001), "The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy", *American Economic Review*, Vol. 91(2), pp. 232-237.

Cuarta sección

Política de reservas internacionales

Acumulación de reservas internacionales: la experiencia mexicana de 1995-2016 y alternativas*

Moritz Cruz**

Introducción

Con el final de la llamada "crisis del peso", en 1995, México adoptó una estrategia de acumulación de reservas internacionales para, esencialmente, prevenir crisis de la misma naturaleza. La idea consistió en una lógica muy simple: siguiendo el principio del guardarropa de la Señora Machlup,[1] incrementar significativamente las reservas para desalentar a los inversionistas a atacar la moneda y evitar, así, el ciclo de ataques especulativos-salida de capitales-crisis financiera. No es casual que las reservas se hayan incrementado desde entonces hasta alcanzar 175.5 mil millones de dólares en 2016, un nivel sin precedentes. De hecho, entre 1995 y 2016 las reservas se incrementaron poco más de 900%. Como porcentaje del PIB, se han incrementado alrededor de 12 puntos porcentuales, yendo del 4.9% en 1995, a 16.6% en 2016. Es, insistimos, la estrategia del guardarropa de la Señora Machlup.

La acumulación excesiva de activos internacionales no es, sin embargo, gratuita. La misma tiene costos directos y potenciales. Diversos estudios han estimado, por ejemplo, que el exceso de reservas internacionales tiene un

* Este artículo es una versión revisada, corregida y actualizada de mi trabajo anterior "Acumulación de reservas internacionales: la experiencia mexicana 1995-2010", en José Luis Calva (ed.), *Colección de análisis estratégico para el desarrollo*, vol. 4, México, Juan Pablos, 2012, pp. 199-217.

** Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM.

[1] De acuerdo con Bird y Rajan (2003:877), este principio sugiere que la decisión de las autoridades monetarias, en términos de acumulación de reservas, es un símil de las decisiones de la Señora Machlup en términos de su ropa. Según esta idea, ningún nivel de reservas nunca es, ni será, suficiente.

costo de alrededor de 1% del producto interno bruto (PIB) (Rodrik, 2006; Mendoza, 2004). Otros, además, han sugerido que dicha estrategia puede debilitar el sistema financiero doméstico mediante la creación del denominado riesgo moral, o bien, introducir riesgos macroeconómicos como inflación, elevados costos de esterilización y desequilibrios monetarios (García y Soto, 2004; Schiller, 2007; Capraro y Perrotini, 2011). Por último, y quizá más importante, si bien esta estrategia ofrece, aunque endeble, estabilidad financiera, su contribución en el logro de metas de crecimiento y desarrollo es inexistente.[2] Con lo anterior en mente, los objetivos de este trabajo son dos.

El primero consiste en demostrar que la economía mexicana tiene un exceso de acumulación de reservas internacionales y, derivado de esto, estimar su costo durante el periodo 1996-2016. Para tal efecto, y a diferencia de estudios recientes, usamos un criterio que es expresado como porcentaje del PIB, y que está apoyado en la vulnerabilidad de la balanza de pagos derivada tanto de la cuenta corriente como de la de capital, el cual denominamos blindaje externo máximo sostenible.

Debido a que la acumulación de reservas tiene costos reales y potenciales y no coadyuva al crecimiento y desarrollo económicos, el segundo objetivo consiste en sugerir políticas alternativas para alcanzar estabilidad financiera. En particular, destacamos estrategias como la administración de flujos de capitales ya que su viabilidad y efectividad ha sido reconocida, contra todo pronóstico, dada su naturaleza a las políticas de libre mercado, por el Fondo Monetario Internacional (FMI). También analizamos las restricciones en la convertibilidad de la moneda como estrategia que han probado ser efectivas durante la reciente época de inestabilidad financiera y que, históricamente, han demostrado coadyuvar significativamente en las prioridades de crecimiento y desarrollo económicos.

La estructura de este trabajo es como sigue. La segunda sección muestra el exceso de reservas internacionales de la economía mexicana durante el periodo 1996-2016 y calcula el costo de dicho exceso. El cálculo se realiza utilizando el criterio del blindaje externo máximo sostenible. La tercera sección expone las políticas alternativas para lograr estabilidad financiera y coadyuvar en las prioridades de desarrollo. La última parte presenta las consideraciones finales.

[2] Existen otros trabajos que señalan que la acumulación de reservas permite mantener estable la inflación y el tipo de cambio a través de intervenciones en el mercado cambiario (Bar-Ilan y Lederman, 2007; Pina, 2017) y que como resultado puede contribuir al crecimiento económico a través del sector de bienes transables. La evidencia empírica no es, sin embargo, uniforme en ningún sentido (Cruz, 2015; Choi y Taylor, 2017).

CALCULANDO EL EXCESO DE ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES

Tradicionalmente, el nivel óptimo o adecuado de reservas se asoció, casi en exclusiva, a los niveles de comercio. En este sentido, se recomendaba mantener reservas iguales o superiores a tres o cuatro meses de importaciones. Así, y por razones de simplicidad operacional, el cociente de reservas internacionales a importaciones (R/M) se convirtió en la medida estándar para definir el nivel adecuado de reservas. Este criterio predominó desde mediados del siglo pasado, cuando las relaciones comerciales entre economías predominaban por sobre las financieras. Así, resultaba lógico determinar el nivel óptimo de reservas de acuerdo con el valor de las importaciones porque la vulnerabilidad de la balanza de pagos surgía, exclusivamente, del balance comercial. En otras palabras, en caso de alguna disrupción en el flujo de divisas, y siguiendo el criterio R/M, se contaba con un número de meses suficiente para seguir financiando los requerimientos de importaciones de manera "autónoma", evitando o posponiendo una potencial crisis. Es importante apuntar que el criterio R/M nunca se desarrolló sobre bases teóricas, es decir, se propuso sólo desde un punto de vista arbitrario, discrecional, muy cercano a una "regla de dedo" sobre lo que se consideraba adecuado (Bird y Rajan, 2003).

Más recientemente, el conjunto de episodios de crisis financieras, tanto en economías en desarrollo como desarrolladas que caracterizó tanto la década de 1990 como la de principios de 2000, marcó un cambio en la determinación del criterio óptimo de reservas porque en tales episodios la cuenta de capital, en particular la deuda de corto plazo, jugó un rol prominente. Por lo mismo, dicha cuenta fue tomada en cuenta para establecer el nuevo umbral de reservas. De esta manera, surgió un nuevo criterio que considera cuántas divisas adicionales deben acumularse para cubrir el riesgo proveniente de la cuenta de capital. Es decir, ahora los requerimientos de reservas deben estar no sólo relacionados con variables comerciables, sino también con magnitudes financieras.

En efecto, la regla Guidotti-Greenspan, propuesta en 1999, sugiere un nivel óptimo de reservas equivalente a doce meses del total de obligaciones de una economía en moneda extranjera, la cual incluye pero no está limitada por las importaciones (Mendoza, 2004:76). Como destacamos, este criterio tiene su origen en la relevancia que la deuda externa, sobre todo la de corto plazo, tuvo en el *boom* de crisis financieras. Al igual que el cociente R/M, dicha regla presenta beneficios operacionales y carece de un sustento teórico. La esencia de la regla Guidotti-Greenspan es, no obstante, acertada al apuntar que el monto óptimo, adecuado de reservas en el mundo actual, don-

de predominan las transacciones de capital sobre las comerciables, requiere considerar la vulnerabilidad total de la balanza de pagos.

Ahora bien, de acuerdo con Thirlwall (2003), históricamente los inversionistas han considerado el tamaño de la cuenta corriente como porcentaje del PIB para decidir si abandonan o no una economía. Es decir, el déficit externo máximo sostenible emanado de la cuenta corriente (la cual incluye obligaciones comerciales pero también financieras como el pago de intereses de deuda) como porcentaje del PIB ha sido del orden de 2-3% (dependiendo de las circunstancias).[3] Una vez sobrepasado dicho porcentaje, los mercados internacionales tienden a ponerse nerviosos y es cuando, por lo general, inician las interrupciones y/o salidas de capital, activando de esta manera una crisis. Lo anterior sugiere que una medida más *ad hoc* de los requerimientos óptimos de reservas deberían expresarse como porcentaje del PIB y no exclusiva o necesariamente en meses.

Desde luego, para tener un criterio externo máximo sostenible de reservas completo, debemos añadir la vulnerabilidad que emana de la cuenta de capital. No existe, sin embargo, ni sustento teórico ni evidencia empírica uniforme para sugerir el rango dentro del cual la deuda externa de corto plazo como fracción del producto empieza a causar nerviosismo en los mercados internacionales. No obstante, la evolución de la deuda externa de corto plazo como porcentaje del PIB previo, durante y posterior al *boom* de las crisis permite elaborar algunas inferencias. La gráfica 1 muestra el de la deuda externa de corto plazo a PIB para un grupo selecto de economías que sufrieron crisis. Como puede verse, previo y durante los años de crisis de cada economía se observa, excepto en Brasil, un crecimiento del cociente de deuda externa de corto plazo a PIB. Dicho cociente, por ejemplo, fue de 9.2 y 13.3% para México en 1994 y 1995, respectivamente, de apenas 3.7% para Brasil en 1998, aunque el año previo fue de 4.4%, para Turquía representó 10.9% en 2001.[4] Después de sus respectivas crisis, el peso de la deuda externa de corto plazo en PIB muestra, en general, una tendencia decreciente hasta 2008-2009, pero a partir de entonces empieza a crecer, especialmente en los países asiáticos. Hacia 2015, el cociente presenta valores diversos: hasta de 26% en Malasia y de apenas 3% en Brasil. Apoyados en esta eviden-

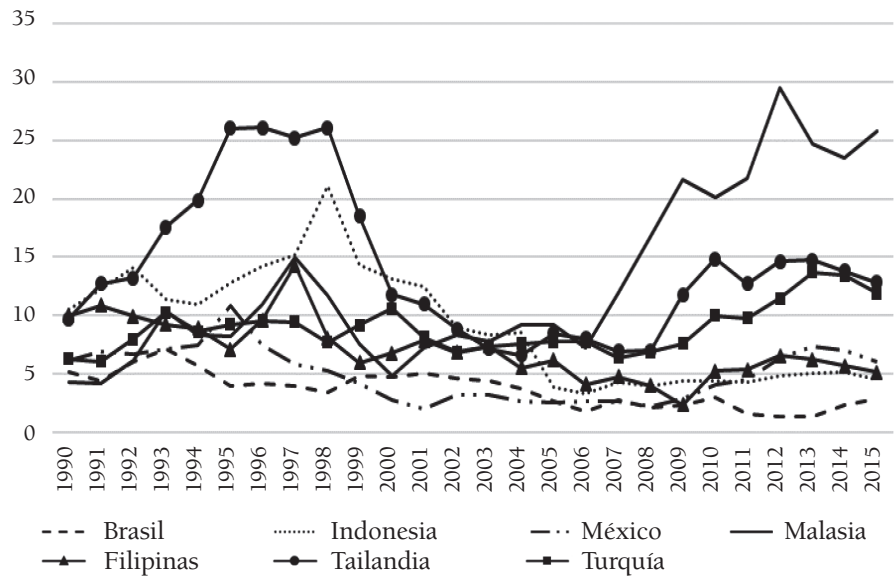
[3] Dicho umbral, no obstante, fue sobrepasado por mucho durante las crisis de la década de 1990. El déficit en cuenta corriente expresado como porcentaje del PIB fue de 6.9% para México en 1994; de 34.3% como promedio para las economías del sudeste asiático en 1997; de 42.9% para Brasil en 1998; de 14.8% para Argentina en 2001 y aunque Turquía no registró déficit en el año de la crisis, el año previo, 2000, alcanzó casi 50 por ciento.

[4] Es importante señalar que la deuda externa de corto plazo como fracción del PIB previo o en el año de la crisis fue de 15.1% como promedio para Asia en 1997 (excluyendo Corea del Sur).

cia es difícil, en realidad, sugerir un criterio agregado de la deuda externa de corto plazo por debajo del cual el pánico entre los inversionistas se mantenga estable. Dado esto, lo que sugerimos es definir un nivel específico, es decir para cada economía, el cual depende de sus condiciones particulares, en particular el tamaño de la deuda de corto plazo a producto interno bruto.

En suma, entonces, el blindaje externo máximo sostenible de las reservas oficiales, como aquí lo denominamos, expresado como porcentaje del PIB, para determinar un nivel adecuado de reservas puede y debe variar dependiendo de las circunstancias particulares de cada economía.

GRÁFICA 1
EVOLUCIÓN ANUAL DE LA RAZÓN DEUDA EXTERNA DE CORTO PLAZO A PIB DE UN GRUPO DE ECONOMÍAS AFECTADAS POR CRISIS FINANCIERAS (1990-2015)



FUENTE: elaboración propia con datos del WDI y del IDS del Banco Mundial, disponible en <http://databank.worldbank.org/>.

Exceso y costo de la acumulación de reservas en la economía mexicana

La economía mexicana, como hemos señalado, inició su estrategia de acumulación de reservas internacionales con el final de la crisis del peso en 1995. En efecto, la estrategia adoptada para prevenir eventos similares quedó definida en 1996, cuando el Banco de México a través de la Comisión de Cambios estableció que "por motivos prudenciales sería conveniente

aumentar el nivel de reservas del instituto emisor" (Werner y Milo, 1998: 4). Más aún, en el resumen de su informe anual de 1998, el banco central señala que "[…] La motivación para dicha acumulación es que un monto mayor de activos internacionales contribuye a aumentar la solidez financiera del país, haciendo posible obtener mejores condiciones en cuanto al costo y plazo de financiamientos externos" (Banco de México, 1998:10). En suma, la estrategia precautoria, el seguro para reducir la posibilidad de incurrir en una crisis financiera se estableció (al menos explícitamente durante el periodo 1996-2001) en los lineamientos de la lógica del guardarropa de la Señora Machlup: incrementar, tanto como se pudiese, la liquidez a través de la acumulación de reservas.[5]

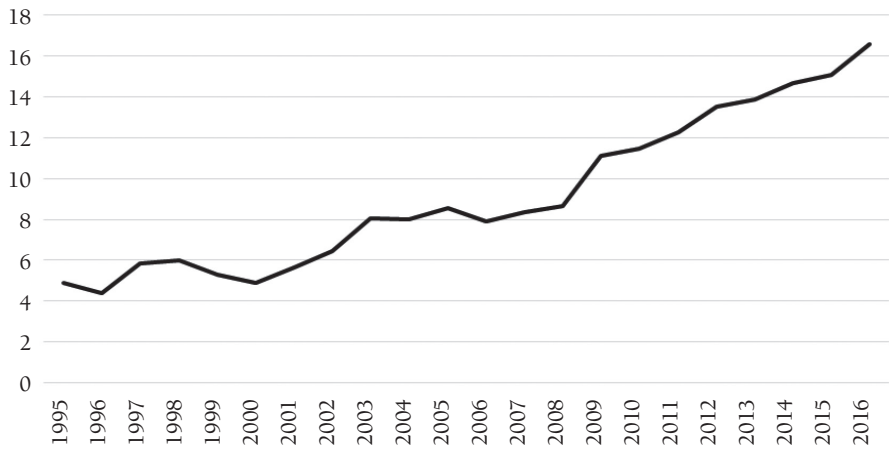
La estrategia que el Banco de México adoptó desde mediados de 1996 consistió, esencialmente, en la puesta en operación de un mecanismo de opciones que daba derecho a las instituciones de crédito de vender dólares al banco central si se satisfacían ciertas condiciones y a la colocación de deuda externa, además de contar con los ingresos netos extraordinarios por operaciones con Petróleos Mexicanos y derivados principalmente del aumento del precio de la mezcla mexicana de crudo de exportación (véase *Resumen Anual* del Banco de México, 1996).

En mayo de 2001, sin embargo, el banco central decidió suspender el mecanismo de acumulación de reservas a través de la venta de opciones por considerar que el nivel de activos internacionales alcanzado ya no justificaba su implementación (véase *Resumen Anual* del Banco de México, 2001). En marzo de 2003, el mismo instituto anunció la puesta en marcha de un mecanismo para reducir la velocidad de acumulación de reservas debido a que los beneficios de dicha acumulación resultaban cada vez más onerosos. No obstante lo anterior, la acumulación de reservas durante el periodo 2001-2015 no perdió dinamismo (11.2% promedio de crecimiento anual) y, de hecho, mantuvo un ritmo de crecimiento similar al registrado durante el periodo 1996-2000 (12.9% promedio anual). Como resultado, en el periodo 1996-2015, las reservas internacionales se incrementaron 902%, pasando de 17.5 mil millones de dólares, en 1996, a 175.5 mil millones de dólares a finales de 2016.

[5] A esta estrategia habría que añadir el manejo respecto a la administración la deuda externa pública, particularmente la de corto plazo (ésta, en 1994, representaba alrededor de 10% del PIB y en 2001 representó 2% del PIB, aunque a partir de entonces ha aumentado hasta llegar a 6.1% en 2015) y la adopción de un régimen cambiario de libre flotación. Al respecto, aunque Aizenman, Lee y Rhee (2004:2) señalan que un régimen cambiario flexible puede proveer una línea de defensa contra un repentino paro de flujos de capital, García y Soto (2004:9) sugieren que regímenes cambiarios flexibles, sorprendentemente, no son menos susceptibles a sufrir una crisis financiera. Esto permite sugerir que los beneficios en términos de estabilidad financiera emanados de un régimen cambiario de libre flotación no son tan sólidos como sus defensores lo creen.

Como fracción del PIB, se incrementaron de 4.4 a 16.6% en el mismo periodo (véase la gráfica 2). Lo anterior sugiere que en realidad la estrategia del guardarropa de la Señora Machlup para acumular reservas oficiales nunca se detuvo pese a su costo. [6]

GRÁFICA 2
MÉXICO: EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES (1995-2016)
(% PIB)



FUENTE: elaboración propia con datos del WDI, disponible en <http://databank.worldbank.org/>.

¿Existe exceso de acumulación de reservas internacionales? Y de ser así, ¿cuál ha sido el costo directo para la economía mexicana? Para responder ambas cuestiones, en primera instancia debemos determinar el nivel del blindaje externo máximo sostenible. Para tal efecto, necesitamos conocer el peso en el PIB, tanto de la cuenta corriente como de la capital, o más específicamente el de la deuda externa de corto plazo. Respecto al primero, los datos indican que a partir del fin de la crisis de 1994-1995, su peso ha disminuido sin alcanzar 3% del PIB. De hecho, en promedio, la cuenta corriente como fracción del PIB ha sido de 1.7%, entre 1996 y 2016. Esto sugiere que por el lado de la balanza de pagos, el blindaje podría rondar en no más de 2% del producto interno bruto.

Por otro lado, como se muestra en la gráfica 1, el peso de la deuda externa de corto plazo decreció sostenidamente hasta 2006, aunque a partir de este

[6] Lo anterior sin contar la línea de crédito flexible por 86 mil millones de dólares que el FMI le ha facilitado a México para el mismo fin: asegurar la estabilidad financiera.

año inició un proceso de ascenso continuo muy gradual, alcanzando su máximo en 2013, con 7%, para después caer al 6.1% del PIB. En promedio, durante el periodo 1996-2015, la deuda de corto plazo como fracción del PIB ha sido de 4.2%. Con estos datos, podemos sugerir que el nivel del blindaje externo máximo sostenible para la economía mexicana puede ubicarse en el rango de 5 a 6% del PIB. Es decir, en la actualidad el nivel de reservas adecuado para la economía mexicana debería rondar en el rango de 5 a 6% del PIB. Más allá de este nivel, existe un exceso, mismo que en promedio de 1996 a 2015 ha sido de casi 5% del PIB, asumiendo un blindaje de 5%. Por lo anterior, el exceso de acumulación de reservas internacionales ha sido de 4.8% del PIB y su costo asociado de 0.5% del PIB durante el periodo 1996-2015 (véase el cuadro 1).

El costo estimado, que a primera instancia podría parecer bajo, debe ser evaluado en el contexto de una economía en desarrollo, como la mexicana. En primer término, por ejemplo, el costo supera los recursos destinados cada año a rubros fundamentales para el crecimiento y desarrollo económicos, como es la investigación en ciencia y tecnología. Es decir, cada año se destina menos a fomentar la productividad a través de la ciencia y de la tecnología que lo que cuesta el exceso de reservas internacionales, sin que este exceso contribuya al crecimiento ni al desarrollo económicos. La economía mexicana, en este sentido, está pagando un costo bastante elevado por el exceso de acumulación de reservas internacionales.

Segundo, dicho exceso es, por sí mismo, un monto de recursos que ha dejado de aprovecharse para fines productivos. En una economía cuya principal problema para el crecimiento económico ha sido la falta de inversión (tanto pública como privada),[7] dichos recursos podrían ser utilizados para realizar inversiones productivas. En particular, si estos recursos fueran utilizados por el gobierno para aumentar su gasto público productivo en sectores con alta rentabilidad o en infraestructura doméstica, sin duda habría un efecto positivo tanto en la competitividad nacional como en la demanda agregada, permitiendo incrementar el producto y el empleo. De hecho, asumiendo que el exceso de reservas internacionales durante el periodo 1996-2016 hubiese sido invertido, dada una razón capital-producto de 1.7, es fácil estimar cuál hubiera sido el límite superior de la tasa de crecimiento económico durante dicho periodo. Ésta hubiese sido de 5.7%, muy por encima del 2.8% observado durante tal lapso. Al mantener ocioso el exceso

[7] Por ejemplo, de acuerdo con datos oficiales, el gasto público en formación bruta de capital se ha mantenido en niveles bajos durante el periodo 1996-2015. En 2003 alcanzó su máximo, siendo éste de 3.3% como fracción del PIB. En 2015, la inversión pública cayó por debajo del 3% del PIB.

CUADRO 1
COSTO DEL EXCESO DE RESERVAS INTERNACIONALES (1996-2016)

Año	*Reservas*	*Exceso de reservas*[a]	*Costo anual del exceso de reservas*[b]
1996	5.3	0.3	0.03
1997	6.6	1.6	0.16
1998	6.9	1.9	0.19
1999	6.0	1.0	0.1
2000	5.6	0.6	0.06
2001	6.6	1.6	0.16
2002	7.1	2.1	0.21
2003	8.4	3.4	0.34
2004	8.5	3.5	0.35
2005	8.8	3.8	8.38
2006	8.0	3.0	0.3
2007	8.5	3.5	0.35
2008	8.8	3.8	0.38
2009	11.4	6.4	0.64
2010	13.1	8.1	0.81
2011	12.3	7.3	0.73
2012	13.5	8.5	0.85
2013	13.9	8.9	0.89
2014	14.7	9.7	1.0
2015	15.1	10.1	1.01
2016	16.6	11.6	1.16

NOTAS: los valores están expresados como fracción del PIB.
[a] Asumiendo un *blindaje externo máximo sostenible* expresado como porcentaje del producto de 5 por ciento.
[b] Asumiendo un diferencial de 10% entre el rendimiento de las reservas y el costo marginal de los préstamos.
FUENTE: elaboración propia.

de acumulación de reservas internacionales, la economía mexicana ha dejado de crecer de manera significativa.[8]

Finalmente, dado que acumular reservas, en el sentido de la Señora Machlup, tiene costos sustanciales en términos de crecimiento y desarrollo para la economía mexicana, y que sus beneficios financieros y mercantiles son am-

[8] De acuerdo con Singh (2006) no existe evidencia de que algún país haya utilizado sus reservas internacionales para financiar inversión en infraestructura. En el caso de India sugiere que

biguos, es prudente cuestionar su aplicación, especialmente porque existen políticas alternativas que permitan prevenir crisis de naturaleza similar a la del peso mexicano y que al mismo tiempo promuevan el crecimiento y el desarrollo. Esto es particularmente relevante cuando se considera que ningún monto de reservas internacionales, en un contexto de libre movilidad de capital, garantiza que el ciclo ataques especulativos-crisis no ocurra nuevamente. Esto es así porque mientras es fácil señalar que un nivel adecuado de reservas estabiliza la confianza de los inversionistas, es difícil argumentar con precisión qué determina dicha confianza. Es muy probable que ésta se encuentre influida por las políticas que un gobierno fija y por el compromiso a seguirlas, así como por el desempeño económico, pero es también altamente probable que dependa de otros factores, como el grado de estabilidad política así como el nivel mismo de reservas (Bird y Rajan, 2003:879-880). En este sentido, debido a la imposibilidad de establecer con exactitud qué determina la confianza de los inversionistas y su comportamiento, es importante advertir que cualquier criterio que se proponga para determinar un nivel adecuado de reservas está sujeto al veleidoso comportamiento de los inversionistas. D'Arista certeramente lo sintetiza al apuntar que "[...] incluso una economía emergente con una posición externa 'ideal' permanecerá altamente expuesta a las vicisitudes adversas de la libre entrada y salida de flujos de capital" (D'Arista, 2000:3).

La siguiente sección tiene como objetivo presentar algunas políticas que han probado su efectividad en ofrecer estabilidad financiera y que podrían ser adoptadas por las autoridades mexicanas para, a la par de lo anterior, promover el crecimiento y el desarrollo económicos.

Estabilidad financiera, crecimiento y desarrollo económico: algunas estrategias alternativas

Una de las lecciones de mayor importancia que dejo el *boom* de crisis financieras se refiere a la vulnerabilidad de las economías a sufrir el ciclo ataques especulativos-salidas de capital-crisis financieras una vez que el sector financiero ha sido liberalizado. Dicha vulnerabilidad, como hemos venido señalando, se argumenta puede reducirse a través de la acumulación de activos internacionales.

---

las intenciones del gobierno de usar las reservas para financiar infraestructura puede generar mayores problemas que beneficios, ya que su nivel de reservas es modesto en comparación con otros países asiáticos, los objetivos de la administración de reservas son liquidez y seguridad en vez de rentabilidad, y los proyectos de infraestructura en dicho país dan tasas de rendimiento bajas o negativas debido a las dificultades políticas y económicas.

Múltiples estudios, sin embargo, han demostrado que el origen de las crisis recientes emanó independientemente del monto de las reservas internacionales; su causa fundamental fue la libertad con que los flujos de capital pudieron moverse de un mercado a otro ante el menor signo de inestabilidad económica o política (Cruz, Amann y Walters, 2006, y las referencias ahí contenidas). En este sentido, cualquier estrategia orientada a reducir la vulnerabilidad financiera sin intentar restringir el comportamiento de los inversionistas implica la elevada probabilidad de sufrir un fuerte revés, dada la incapacidad, como señalamos, de predecir con exactitud dicho comportamiento.

Existen, afortunadamente, estrategias orientadas a disminuir la posibilidad de ataques especulativos controlando la entrada y salida de flujos de capital (y así predeterminar en cierta medida el comportamiento de los inversionistas). Ellas son, de hecho, una opción menos vulnerable a los cambios de percepción de los inversionistas, ya que desde un inicio establecen trabas a una masiva entrada de flujos de capital, y también a su potencial salida. Más aún, históricamente estrategias de este tipo han contribuido al logro de metas de crecimiento y desarrollo económicos. Por esta razón, aquí nos enfocamos en presentar y analizar propuestas de este corte, en particular algunas de las sugeridas por Grabel (2003). Ellas incluyen la administración de flujos de capital, restricciones en la convertibilidad de la moneda y el sistema de "aviso y freno".[9]

Administración de flujos de capital

El llamado "modelo de administración de flujos de capital", particularmente la administración de su entrada, es una de las estrategias que ha mostrado su eficacia en reducir los incentivos a ataques especulativos y/o a la rápida

[9] Es importante apuntar que existen otro tipo de estrategias, tanto convencionales como heterodoxas, orientadas a reducir la vulnerabilidad de ataques especulativos. Entre las estrategias convencionales más reconocidas están el "sistema de aviso temprano" (Kamensky, Lizondo y Reinhart, 1998) y el "sistema de predicción", que incluye los modelos *probit* y de *regresión* (Frankel y Rose, 1996; Goldstein *et al*., 2000). Estas estrategias se encuentran entre las más desafortunadas en cumplir su objetivo (Wijnholds y Kapteyn, 2001; Chui *et al*., 2004) debido al supuesto que hacen de que para prevenir una crisis derivada de ataques especulativos sólo es necesario proveer con mayor y pronta información a los inversionistas para que adopten decisiones estabilizadoras (Grabel, 2004). Por su parte, existen propuestas heterodoxas que sugieren un cambio en la estructura financiera internacional (Eichengreen, 1999) o estrategias que involucran medidas orientadas a redefinir y reajustar algunos instrumentos financieros internacionales (como los SDRs) a las necesidades de los países emergentes (Mendoza, 2004; Bird y Rajan, 2003).

salida de capital.[10] Esta estrategia implementada exitosamente en países como Chile y Colombia durante la década de 1990 (Agosin y French-Davis, 1996; De Gregorio *et al*., 2000; Edwards, 1999, 2003); en India, China y, durante la crisis asiática, por un corto periodo de tiempo, en Malasia (Doraisami, 2004; Athukorala, 2003), y más recientemente por Brasil, Tailandia y Corea del Sur, poco después de la Gran Recesión, permitió a esas economías evitar ataques especulativos, alcanzando así mínima inestabilidad financiera y macroeconómica (Ocampo, 2002).

La estrategia tiene como objetivos primordiales "incrementar la estructura de vencimientos de deuda y estabilizar el ingreso de flujos de capital, mitigar el efecto de grandes volúmenes de capital en el tipo de cambio y en las exportaciones, y proteger a la economía de ataques especulativos y la ausencia de financiamiento externo" (Grabel, 2003:326). Edwards (1999), provee evidencia empírica de que estos objetivos fueron alcanzados en el caso de Chile, y Ocampo (2002) ilustra su efectividad en Colombia y otras economías emergentes. Cabe destacar, además, que esta estrategia ha sido señalada como un medio para incrementar la liquidez (Feldstein, 1999).

La estrategia de administración de flujos de capital en el caso chileno incluyó, entre otras medidas, la imposición de un impuesto anual de 1.2% a los préstamos extranjeros, la obligación de la inversión extranjera directa a quedarse por lo menos un año y la imposición de un requerimiento de reservas, que no generaba interés, de 30% en todos los tipos de créditos externos y a todas las inversiones extranjeras en el país. Adicionalmente, el gobierno adoptó un régimen cambiario de desplazamiento con banda y los efectos de la acumulación de reservas internacionales fueron neutralizados (Grabel, 2003). En otras palabras, el riesgo de un colapso de la moneda fue disminuido por medio de la adopción de un régimen cambiario semiflexible en conjunto con el control a la entrada de capitales[11] y el riesgo de una fuga de capital fue disminuido mediante la reorientación de capitales hacia actividades de largo plazo y productivas.

Más recientemente, Brasil y Tailandia, hacia el último trimestre de 2010, en un contexto de elevada liquidez internacional, implementaron medidas orientadas a controlar los flujos de capital. En el caso de Tailandia, se imple-

[10] Esta estrategia además de permitir un manejo más efectivo del tipo de cambio, provee a las autoridades con un mayor grado de independencia monetaria. En este sentido, para un país financieramente liberalizado la única manera de reconciliar el equilibrio externo e interno es a través de controles de capital o por medio de la adopción de un régimen cambiario de libre flotación (Thirlwall, 2003:95).

[11] En este sentido, Thirlwall señala que la experiencia histórica de los últimos 30 años apunta hacia una importante conclusión respecto a los regímenes cambiarios: "[...] posiciones intermedias entre regímenes cambiarios inflexibles y flexibles no son sostenibles sin la adopción de sistemas de administración de flujos de capital" (Thirlwall, 2003:79).

mentó un impuesto de 15% a los inversionistas extranjeros por la retención de bonos domésticos (Johnston, 2010). El gobierno brasileño, por su parte, introdujo un impuesto denominado "Impuesto sobre Operaciones Financieras" (IOF, por sus siglas en portugués) que llegó hasta 6% a las operaciones en moneda extranjera realizadas en los mercados financieros y de capital, incluidos los bonos domésticos de corto plazo (Cruz y Casarreal, 2016). Ambas medidas buscaron desalentar a los inversionistas extranjeros a invertir en los mercados domésticos tailandés y brasileño, evitando así la creación de burbujas bursátiles y la depreciación de la moneda, con la subsecuente pérdida de competitividad de los bienes comerciables en los mercados internacionales.

Es importante señalar, adicionalmente, que instituciones tradicionalmente opuestas a los controles de capital, como el FMI, han manifestado recientemente su aprobación para el uso de tales medidas en el afán de que los gobiernos contrarresten los efectos nocivos que dicho flujos acarrean (Guha y O'Connor, 2009; Ostry *et al.*, 2010). En otras palabras, dichas instituciones han reconocido su existencia y posible aplicación como medidas alternativas para alcanzar estabilidad financiera.

En síntesis, la estrategia de administración de flujos de capital ha probado ser efectiva en su objetivo de predeterminar el comportamiento de los inversionistas y, con ello, disminuir la posibilidad de sufrir fugas o entradas masivas de capital, evitando así variaciones pronunciadas del tipo de cambio (Cruz y Casarreal, 2016). Al lograr lo anterior, la necesidad de acumular ingentes cantidades de reservas internacionales desaparece. Asimismo, la administración de los flujos de capital puede contribuir al crecimiento y desarrollo económicos al permitir madurar al sistema financiero y al ofrecer la posibilidad de aplicar una política administrada de tipo de cambio competitivo. La posibilidad, por lo tanto, de implementar medidas similares en la economía mexicana está latente, especialmente ante el hecho demostrado de que lo único que hace falta para implementarlos es voluntad política.

Los críticos de la administración de flujos de capital argumentan que la implementación de esta medida podría desalentar el financiamiento y la inversión. En primer lugar, habría que mencionar que no existe evidencia empírica que avale que la inversión extranjera de portafolio estimule la inversión (al financiar proyectos productivos) y el crecimiento (también hay evidencia que demuestra que no toda la inversión extranjera directa es útil para el desarrollo, es decir, no es como lo destacan Chang y Grabel, 2004, la "Madre Teresa" de los flujos de capital externo).[12] Por el contrario, existe

[12] Véase Singh (2003) para una completa exposición de las desventajas de la inversión extranjera directa y del porqué debe ser también regulada.

evidencia empírica que demuestra que el volumen de flujos externos de capital ante un escenario de control de capitales no disminuye y lo único que cambia, de manera positiva, es su estructura, con una mayor parte de los capitales dirigidos hacia actividades productivas y de largo plazo (Chang y Grabel, 2004; Edwards, 1999, para evidencia en el caso de Chile).

Una segunda crítica podría estar fundamentada en el hecho de que un régimen cambiario de libre flotación es incompatible con una estrategia de administración de capitales, es decir, al sostenerse que bajo un régimen cambiario de libre flotación la probabilidad de sufrir una crisis financiera es menor, se sugiere que los controles de capital son innecesarios. No obstante, un régimen cambiario flexible es un factor que influye en la decisión de los inversionistas de abandonar el país o detener el influjo de capitales, pero que *per se* no provee estabilidad financiera. Asimismo, bajo un régimen cambiario semiflexible y de medidas conjuntas de administración de capitales, la evidencia empírica demuestra que economías emergentes pueden alcanzar no sólo estabilidad financiera, sino el logro de metas de desarrollo, tales como la ya indicada maduración del sistema financiero, la orientación de inversiones externas hacia actividades prioritarias, la disminución del impacto de grandes flujos de capital en el tipo cambio y su concomitante efecto en el sector exportador, mayor independencia de la política monetaria, entre otras.

Restricciones en la convertibilidad de la moneda

Otra estrategia especialmente diseñada para reducir las presiones sobre la moneda local y así alcanzar estabilidad financiera, se refiere a la capacidad de las autoridades de controlar las transacciones denominadas en moneda extranjera. Con libre convertibilidad de la moneda, esto es, con libertad de los tenedores de una moneda de cambiarla fácilmente por otra moneda independientemente del propósito de la transacción y la identidad del tenedor, es factible que los inversionistas puedan iniciar el círculo vicioso de una depreciación, una posterior caída en el valor de los activos y, finalmente, una crisis financiera. Sin embargo, las monedas que no son susceptibles de ser libremente convertidas en otra denominación no pueden ser puestas bajo presión por la sencilla razón de que para adquirirlas (o algún otro activo en su denominación) existen restricciones (Chang y Grabel, 2004).

En este sentido, cuantas mayores restricciones existan para cambiar una moneda, tanto por nacionales como por extranjeros, menor es la probabilidad de que sea puesta bajo presión, minimizando así el riesgo de sufrir un ataque especulativo. Adicionalmente, la probabilidad de sufrir una fuga de capital también es reducida porque las restricciones en la convertibilidad co-

artan los incentivos de adquirir los activos que son altamente susceptibles de salir rápidamente del país (particularmente inversión de portafolio).

Es importante destacar que, al igual que la estrategia de administración de capitales, existe suficiente evidencia empírica que demuestra, por un lado, que restricciones en la convertibilidad de la moneda son capaces de proveer de estabilidad financiera (las experiencias recientes de Taiwán, China e India, durante el *boom* de crisis financieras, así lo constata). Y por el otro, y quizá más relevante, es su contribución en prioridades de desarrollo. Muchas economías, hoy desarrolladas, como aquéllas de la Europa del oeste y Japón, removieron las restricciones en la convertibilidad de su moneda sólo hasta mediados del siglo XX. Esto es, hasta que las autoridades correspondientes consideraron que sus monedas (y sus economías) eran lo suficientemente fuertes como para resistir las presiones cambiarias, pero también hasta que dicha estrategia había cumplido su función como coadyuvante en el proceso de desarrollo y crecimiento (Chang, 2002).

Dentro de los mecanismos que pueden aplicarse en esta estrategia destacan la adopción de restricciones cambiarias para algunas transacciones de la cuenta de capital, en particular la compra o venta de activos nacionales por parte de extranjeros en forma de inversión de portafolio o directa, disminuyendo así el riesgo de una salida abrupta de capital.[13] Las autoridades podrían autorizar la convertibilidad de la moneda sólo cuando la necesidad de divisas para transacciones comerciales, de repago de préstamos previamente autorizados en moneda extranjera o repatriación de ganancias, sea demostrada.[14] Las autoridades también podrían controlar el acceso a divisas de extranjeros y nacionales a través del otorgamiento de licencias y permisos especiales. Este mecanismo permite a las autoridades influir en el ritmo de intercambio de moneda nacional por divisas y distinguir entre diferentes transacciones, y su riesgo asociado (Grabel, 2003).

El talón de Aquiles de las restricciones a la convertibilidad, como la evidencia lo ha demostrado, está asociado con la creciente corrupción y a los incentivos para evadir los controles, tanto de manera legal (a través de la práctica de precios de transferencia) como ilegal (a través de mercados negros), denotando que existen también costos que deben asumirse al aplicar

[13] Alternativamente las autoridades podrían cargar un precio en moneda local mayor al tipo de cambio oficial a las divisas requeridas para invertir en el exterior en la adquisición de algunos activos como valores bursátiles (Thirlwall, 2003).

[14] Este mecanismo es similar a la adopción de un sistema cambiario dual, con un tipo de cambio caro para transacciones de la cuenta de capital y otro, más barato, para la cuenta corriente. Es importante destacar que los artículos de Acuerdo del FMI (específicamente el artículo 8) permiten aplicar este tipo de convertibilidad selectiva (Chang y Grabel, 2004). Para una discusión completa acerca de los beneficios del sistema cambiario dual véase Mikesell (2001).

una estrategia de este tipo. Asimismo, existen estudios que sugieren que bajos niveles de restricciones en la convertibilidad de la moneda y sistemas de administración de flujos de capitales están asociados (aunque sin mostrar causalidad) con altos niveles de desarrollo económico, mayor eficiencia e integración del sector financiero, mayor comercio y flujos de capital, y mayor apertura de la economía (Johnston, 1999). Sin embargo, como apropiadamente destacan Chang y Grabel (2004:173), los críticos de este tipo de políticas sobrevaluan el hecho de que los recursos utilizados en esas actividades son generalmente empequeñecidos por la cantidad de recursos que se desperdician en las actividades especulativas que, con frecuencia, ocurren en ambientes financieramente liberalizados. Además, los costos de una crisis suelen ser mucho mayores a los costos asociados a la implementación de restricciones de convertibilidad de una moneda.

El sistema de "aviso y freno"

Una de las propuestas orientadas a detectar e informar si la economía en cuestión está aproximándose a niveles peligrosos respecto a sufrir un ataque especulativo y/o una fuga de capital e indicar qué mecanismos deben aplicarse para disminuir esos riesgos, y que resume la flexibilidad de las estrategias previamente destacadas, es el sistema de "aviso y freno", sugerido por Grabel (2003, 2004).[15] La idea central del sistema es que las autoridades (y los inversionistas) puedan ser alertados, a través de un sistema de indicadores, cuando la economía se acerca a un nivel predeterminado de riesgo y aplicar así las medidas correspondientes por la vía de la administración de flujos de capital o restricciones en la convertibilidad de la moneda hasta alcanzar niveles controlables de dicho riesgo. Es importante señalar que el nivel de riesgo debe predeterminarse de acuerdo con las características particulares del país. Asimismo, los indicadores deben ser sensitivos a cambios en el ambiente y, por lo tanto, ser ajustables.

Grabel propone que la razón de reservas internacionales a deuda externa (con obligaciones de corto plazo recibiendo un mayor peso en el cálculo) podría ser un indicador del riesgo de sufrir una fuga de capital, mientras que el cociente de las reservas internacionales al déficit de la cuenta corriente podría ser el indicador del riesgo de que la moneda puede colapsarse. De esta manera, en caso de que estos indicadores señalen la aproximación a determinados niveles de riesgo, ciertas medidas podrían ser aplicadas para

[15] De acuerdo con Grabel (2004), el precedente del sistema de aviso y freno está en el mercado de valores y futuros estadounidense.

frenar la fuente de origen de los mismos. Entre estas medidas destacan disminuir el ritmo de importaciones y de préstamos externos, limitar la convertibilidad de la moneda y controlar la entrada y salida de flujos de portafolio.

Una de las primeras críticas que ha recibido esta estrategia se fundamenta en el hecho de que una vez que se activen los mecanismos de disminución de riesgo, es muy probable que el dinamismo económico se vea afectado. Parece más óptimo, no obstante, la intervención de las autoridades para minar la fuente de riesgo, que dejar al mercado resolver por sí mismo el problema, con la probabilidad implícita de que el colapso sea una realidad. Una segunda crítica es la posibilidad de que al darse a conocer los niveles preestablecidos de los indicadores, el riesgo que inicialmente se estaba tratando de prevenir se concrete. Esto como consecuencia de una reacción de ansiedad de los inversionistas. Grabel (2004:20), no obstante, subraya, que la puesta en marcha de esta estrategia no generará lo riesgos que está tratando de evitar porque ella conlleva una respuesta moderada y gradual a pequeños cambios en el ambiente.

En suma, al ser una mezcla de las dos estrategias descritas previamente, con el añadido de los indicadores, se presenta como una estrategia novedosa con los mismos beneficios respecto a la consecución de estabilidad financiera y el alcance de prioridades de desarrollo y crecimiento. Por lo tanto, es una estrategia que también debería ser considerada con seriedad para la economía mexicana.

Conclusiones

En este trabajo argumentamos que la economía mexicana adoptó una estrategia de acumulación de reservas internacionales a partir de 1996 siguiendo el principio del guardarropa de la Señora Machlup. En este sentido, la acumulación de reservas durante el periodo 1996-2016 se ha mantenido al alza, alcanzado alrededor 16.6% del PIB en 2016. Asumiendo un blindaje externo máximo sostenible de 5% del PIB, mostramos que el exceso de acumulación de reservas ha sido del orden de 4.8% del PIB y su costo promedio anual de 0.5% del PIB. El costo estimado es demasiado elevado si se considera que dichos recursos podrían haberse destinado a rubros como la investigación y el desarrollo, promoviendo el crecimiento económico. Por otra parte, el exceso de acumulación representa un monto significativo de recursos que podrían haberse invertido productivamente, acelerando dicho crecimiento.

Por lo anterior, sugerimos se consideren algunas estrategias alternativas para lograr estabilidad financiera y para coadyuvar en las prioridades de

crecimiento y desarrollo económico. La serie de políticas alternativas que han demostrado su eficacia en reducir el riesgo de incurrir en el ciclo ataques especulativos-fuga de capitales-crisis financiera y que históricamente han contribuido en la consecución de metas de desarrollo aquí descritas, son el modelo de administración de flujos externos de capital, las restricciones a la convertibilidad de la moneda y el sistema de aviso y freno. Desarrollando la esencia de dichas estrategias, señalamos las ventajas y desventajas que cada una de ellas presentan. En general, encontramos que pese a ser estrategias exitosamente probadas, podría existir demasiado escepticismo respecto a su viabilidad en el contexto globalizado y de libre mercado en el que actualmente se desenvuelve la economía mexicana. No obstante, sin dejar de reconocer que existan innumerables restricciones, tanto internas como externas, para su aplicación, sería *"[...] fatalista e incorrecto actuar como si [...] el poder e influencia de [esas restricciones] fueran absolutas e inmutables"* (Chang y Grabel, 2004:203, énfasis en el original). La reciente implementación del control de capitales en Brasil, Tailandia y Corea del Sur así lo demuestra. En este sentido, bien valdría la pena retomar los elementos más valiosos de esas estrategias, adecuarlos a las condiciones de la economía mexicana y buscar estabilidad financiera acompañada, por fin, de verdadero crecimiento y desarrollo económicos.

Bibliografía

Agosin, D. y R. Ffrench-Davis (1996), "Managing Capital Inflows in Latin America", en M. Haq, I. Kaul e I. Grunberg (eds.), *The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility*, Oxford, Oxford University Press, pp. 161-191.

Aizenman, J.; Y. Lee e Y. Rhee (2004), "International Reserves Management and Capital Mobility in a Volatile World: Policy Consideration and a Case Study of Korea, en *NBER Working Papers Series,* núm. 10534, pp. 1-27.

Athukorala, P. (2003), *Crisis and Recovery in Malaysia: The Role of Capital Controls*, Londres, Edward Elgar.

Banco de México (1996), *Resumen Anual 1996*, México, Banxico.

Banco de México (2001), *Resumen Anual 2001*, México, Banxico.

Bar-Ilan, A. y D. Lederman (2007), "International Reserves and Monetary Policy", en *Economic Letters,* vol. 97, núm. 2, pp. 170-178.

Bird, G. y R. Rajan (2003), "Too Much of a Good Thing? The Adequacy of International Reserves in the Aftermath of Crises", en *World Economy*, vol. 26, núm. 6, pp. 873-891.

Capraro, S. e I. Perrotini (2011), "Intervenciones cambiarias esterilizadas, teoría y evidencia: el caso de México", en *Contaduría y Administración*, vol. 57, núm. 2, pp. 11-44.

Chang, H. (2002), *Kicking Away the Ladder. Development Strategy in Historical Perspective*, Londres, Anthem Press.

Chang, H. e I. Grabel (2004), *Reclaiming Development. An Alternative Policy Manual*, Londres, Zed Books.

Choi, W. y A. Taylor (2017), "Precaution versus Mercantilism: Reserve Accumulation, Capital Controls, and the Real Exchange Rate", en *NBER Working Papers*, núm. 23341, pp. 1-60.

Chui, M.; S. Hall y A. Taylor (2004), "Crises Spillovers in Emerging Market Economies: Interlinkages, Vulnerabilities and Investor Behaviour", en *The Bank of England Working Paper*, núm. 212, pp. 1-44.

Cruz, M. (2015), "International Reserves and Growth: Assessing the Mercantilist Motive in Latin America", en *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. 37, núm. 3, pp. 481-502.

Cruz, M.; E. Amann y B. Walters (2006), "Expectations, the Business Cycle and the Mexican Peso Crisis", en *Cambridge Journal of Economics*, vol. 30, núm. 5, pp. 701-722.

Cruz, M. y J. Casarreal (2016), "Evaluando la efectividad de los controles de capital: la experiencia reciente", en *EconoQuantum*, vol. 13, núm. 2, pp. 99-119.

D'Arista, J. (2000), "International Foreign Exchange Reserves: An Update", en *Capital Flows Monitor*, junio, pp. 1-4.

De Gregorio, J.; S. Edwards y R. Valdés (2000), "Controls on Capital Inflows: Do they Work?, en *Journal of Development Economics*, vol. 63, núm. 1, pp. 59-83.

Doraisami, A. (2004), "From Crisis to Recovery: The Motivations for and the Effects of Malaysian Capital Controls", en *Journal of International Development*, vol. 16, núm. 2, pp. 241-254.

Edwards, S. (1999), "How Affective are Capital Controls?", en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, pp. 65-84.

Edwards, S. (2003), "Financial Instability in Latin America", en *Journal of International Money and Finance*, vol. 22, núm. 7, pp. 1095-1106.

Eichengreen, B. (1999), *Towards a New Financial Architecture: A Practical Post-Asian Agenda*, Washington, Institute for International Economics.

Feldstein, M. (1999), Self-Protection for Emerging Market Economies", en *NBER Working Papers Series*, pp. 1-23.

Frankel, J. y A. Rose (1996), "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment", en *Journal of International Economics*, pp. 351-368.

García, P. y C. Soto (2004), "Large Hoardings of International Reserves", en *Central Bank of Chile Working Papers*, núm. 299, pp. 1-39.
Goldstein, M. Kaminsky y C. Reinhart (2000), *Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets*, Washington, Institute for International Economics.
Grabel, I. (2003), "Averting Crisis? Assessing Measures to Manage Financial Integration in Emerging Economies", en *Cambridge Journal of Economics*, vol. 27, núm. 3, pp. 317-336.
Grabel, I. (2004), *Trip Wires and Speed Bumps: Managing Financial Risks and Reducing the Potential for Financial Crises in Developing Economies*, Intergovernmental Group of Twenty-Four (G-24) Research Papers, pp. 1-30.
Guha, K. y S. O'Connor (2009), "The IMF Refuses to Rule Out Use of Capital Controls", en *Financial Times*, 9 de noviembre.
Johnston, R. (1999), *Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility. Development and Issues*, Washington, International Monetary Fund.
Johnston, T. (2010), "Thai Capital Controls: More to Come", en *Financial Times*, 13 de octubre.
Kamensky, G.; S. Lizondo y C. Reinhart (1998), "Leading Indicators of Currency Crises", en *IMF Staff Papers*, vol. 45, núm. 1, pp. 1-48.
Mendoza, R. (2004), "International Reserve-Holding in the Developing World: Self Insurance in a Crisis-Prone Era", en *Emerging Markets Review*, vol. 5, núm. 1, pp. 61-82.
Mikesell, R. (2001), "Dual Exchange Markets for Countries Facing Financial Crises", en *World Development*, vol. 29, núm. 6, pp. 1035-1041.
Ocampo, J. (2002), "Capital-Account and Counter-Cyclical Prudential Regulations in Developing Countries", en *WIDER Discussion Papers*, núm. 82, pp. 1-25.
Ostry, J.; A. Ghosh, K. Habermeier, L. Laeven, M. Chamon, M. Qureshi y D. Reinhart (2010), *Capital Inflows: The Role of Controls*, IMF SPN/10/04.
Pina, G. (2017), "International Reserves and Global Interest Rates", en *Journal of International Money and Finance*, en prensa.
Rodrik, D. (2006), "The Social Costs of Foreign Exchange Reserves", en *International Economic Journal*, vol. 20, núm. 3, pp. 253-266.
Schiller, T. (2007), "How Asia Could have Vibrant Capital Markets", en *Financial Times*, 25 de abril.
Singh, A. (2003), "Capital Account Liberalization, Free Long-Term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development", en *Eastern Economic Journal*, vol. 29, núm. 2, pp. 191-216.
Singh, C. (2006), "Should India Use Foreign Exchange Reserves to Finance Infrastructure?", en *Economic and Political Weekly*, vol. 41, núm. 6, pp. 517-525.

Thirlwall, A. (2003), *Trade, the Balance of Payments and Exchange Rate Policy in Developing Countries*, Cheltenham, Edward Elgar.
Werner, A. y A. Milo (1998), "Acumulación de reservas internacionales a través de la venta de opciones: el caso de México", Documento de Investigación del Banco de México, núm. 9801, pp. 1-36.
Wijnholds, J. y A. Kapteyn (2001), "Reserve Adequacy in Emerging Market Economies", en *IMF Working Paper*, núm. 143, pp. 1-48.

Políticas para las reservas internacionales en México y América Latina

Germán Alarco Tosoni*

Introducción

Un fenómeno reciente en México y América Latina ha sido la acumulación creciente de reservas internacionales por parte de las respectivas autoridades monetarias. Es una circunstancia nueva vinculada con una orientación más exportadora y saldos positivos en la balanza de pagos. Aun en las circunstancias de la reciente crisis económica internacional, la evidencia empírica muestra que, con diferencias entre nuestras economías, fuimos capaces de resistir las reducciones de los flujos comerciales y financieros internacionales. Sin embargo, no todo es bueno en relación con la acumulación intensiva de reservas, tienen un costo: si son excesivas tienen su contrapartida en menores niveles de crédito interno, entre otros elementos.

La disposición de amplios niveles de reservas internacionales es un elemento positivo para la autoridad monetaria y la economía de un país en particular. Son un indicador de la solvencia; sirven como garantía de que se tiene la capacidad de cumplir con los compromisos cotidianos asociados al comercio exterior, la cuenta de capitales y honrar las obligaciones existentes. Los motivos para mantenerlas se agrupan en tres categorías principales: liquidez, seguridad (hacer frente a *shocks* externos) y rentabilidad, pero también son útiles para intervenir en los mercados cambiarios evitando volatilidad excesiva y como efecto demostración para reducir la percepción de riesgo país, por tanto los costos de endeudamiento, en los mercados financieros internacionales (Palacios, 2007:115).

Las ventajas asociadas a la disponibilidad de reservas internacionales tienen como contrapartida que los recursos mantenidos como reservas tienen un costo de oportunidad si éstas se hubieran canalizado a otras opera-

* Centro de Negocios (Centrum Católica) de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Se agradece el apoyo estadístico de Malcolm Stewart y de Enver Vargas. Asimismo, se agradecen los comentarios de Patricia del Hierro Carrillo y de los dictaminadores anónimos de esta revista, aunque la responsabilidad es exclusiva del autor.

ciones a través de la autoridad monetaria y el sistema bancario o financiero. No sólo se trata del diferencial entre las tasas de interés por obtener recursos en el mercado internacional y las cobradas a las instituciones donde depositamos o colocamos nuestras reservas. Hay un costo adicional por esterilizarlas para contrarrestar la expansión de la oferta de dinero cuando se adquieren del sector privado. Sin embargo, lo más importante es que la magnitud de las reservas puede exceder nuestras necesidades, disponiendo de un recurso que no es aprovechado plenamente por nuestra economía. Lo anterior omite toda la discusión más reciente sobre cómo la acumulación mundial de reservas puede generar problemas en la liquidez internacional, valoración de riesgos y en las tasas de interés a nivel global.

Los objetivos de este artículo son múltiples. En primer lugar, se pretende analizar qué tanto del proceso de acumulación de las reservas internacionales son una particularidad de México y América Latina o un fenómeno global. También se muestra evidencia empírica para discutir si los niveles de reservas son o no adecuados. En segundo lugar, se presenta una revisión bibliográfica sobre las variables explicativas, el balance de los aspectos positivos y los negativos de acumular reservas internacionales. En tercer lugar, se muestran algunas estimaciones sobre los niveles necesarios, "excesos" y costos de acumular reservas internacionales. Por último, se proponen algunas modalidades de aprovechamiento de esos excedentes de reservas internacionales netas, si se identifican.

En lo formal, el artículo tiene cuatro secciones y las reflexiones finales. En la primera parte se analiza la evolución de las reservas internacionales de México y América Latina entre 1950 y 2007,[1] su participación respecto de las reservas mundiales y sus vinculaciones en relación con el producto y el comercio internacional. En la segunda sección se exponen brevemente algunas de las teorías para determinar los niveles necesarios de reservas internacionales y a partir de ahí presentar el balance de los beneficios y costos de acumularlas. La tercera sección muestra los resultados preliminares de las mediciones de los niveles necesarios, excesos y costos asociados de mantenerlas. Por último, se presentan y comentan algunas opciones para aprovechar estos excedentes.

Evolución de las reservas internacionales de América Latina en una perspectiva comparada

La información básica sobre las reservas internacionales de esta sección se obtiene del *International Financial Statistics* del International Monetary Fund

[1] En algunos casos se incorpora y analiza la información hasta 2008.

(FMI, por sus siglas en español). Al respecto, se optó por obtenerlas de las tablas mundiales, en lugar de las que se reportan para cada país. A pesar de que existe información para muchos países hasta diciembre de 2008, sólo se considera la existente hasta 2007.[2] El concepto que se está tomando en cuenta es el de las reservas totales, incluyendo el oro valuado a SDR 35 por onza. Las reservas totales se refieren a los activos externos netos de las autoridades monetarias de cada país y las cuentas externas de las otras instituciones financieras. En la tabla 1 estos activos externos netos se expresan en dólares estadounidenses al multiplicar los tipos de cambio US$/SDR de fin de periodo.

Se ha clasificado al mundo en cinco regiones. La región de América Latina comprende los países más importantes del área: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, Guatemala, Honduras, México, Panamá, Paraguay, Perú y Venezuela.[3] Las economías avanzadas comprenden Estados Unidos, los países europeos avanzados y asiáticos de acuerdo con la clasificación del FMI, excluyendo a China, que se incluye en la de Asia en vías de desarrollo.[4] Europa en vías de desarrollo incluye los países del centro, Este de Europa y el Medio Oriente. La última región comprende África y otros países, incluyendo los del hemisferio occidental no comprendidos en las regiones anteriores.

En la tabla 1 se observa que en todo el periodo bajo análisis los activos externos netos mundiales han crecido a 8.9% anual, con una mayor expansión entre 1980-2007 respecto de lo ocurrido entre 1950-1980. En términos absolutos, éstas crecieron de casi 50 a 6 497 billones de dólares estadounidenses[5] entre 1950-2007, y para 2008 fueron equivalentes a 8.6 trillones de dólares, incorporando las reservas de China equivalentes a dos trillones de dólares estadounidenses. Por regiones principales, destacan los mayores niveles de las reservas de las economías avanzadas, seguidas por las economías asiáticas (incluyendo China). Los activos externos netos de América Latina son el grupo de menor importancia. En términos de tasas de crecimiento, las regiones con mayor dinamismo fueron Europa en vías de desarrollo y Medio Oriente, Asia y en tercer lugar América Latina, mientras que el menor dinamismo fue de África y las economías avanzadas. El crecimien-

[2] En 2008 se omite la información de China, de muchos países africanos, de algunos países asiáticos en vías de desarrollo, europeos como la República Checa y, en el caso de América Latina, Honduras y Panamá.

[3] Por falta de información no se incluyeron El Salvador, Nicaragua y Uruguay.

[4] Se pretendió diferenciar a China del resto de países asiáticos, pero no se cuenta con información pormenorizada de China antes de 1980.

[5] En la nomenclatura americana, un billón es equivalente a mil millones y un trillón a mil billones o un millón de millones.

TABLA 1
EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES POR REGIÓN
(MILLONES DE DÓLARES ESTADOUNIDENSES Y %)

Regiones	*Valores*				*Tasa de crecimiento promedio anual (%)*		
	1950	*1980*	*2000*	*2007*	*1950-1980*	*1980-2008*	*1950-2007*
Economías avanzadas (excepto China)	38 243.30	273 605.34	1 204 359.29	2 319 206.71	6.8	8.6	7.5
América Latina	2 241.96	36 159.87	147 605.71	425 951.14	9.7	10.0	9.6
Asia (incluso China)	4 081.36	39 548.76	432 257.82	2 294 010.52	7.9	16.9	11.7
Europa en vías de desarrollo	241.76	6 828.42	118 105.17	833 147.39	11.8	20.3	15.4
África y resto del mundo	5 186.63	96 270.70	163 247.70	624 768.67	10.2	7.5	8.8
Mundo	49 995.00	452 413.08	2 065 575.69	6 497 084.43	7.6	10.8	8.9

FUENTE: elaboración propia con datos de *International Financial Statistics*, FMI (2009).

to de los activos internacionales de América Latina no es un fenómeno diferente al del resto de regiones del mundo, pero es de menor dinamismo respecto de Europa en vías de desarrollo y Asia.

Sobre el total de las reservas internacionales a nivel mundial, el grupo especial de trabajo del Comité de Relaciones Internacionales del Banco Central Europeo (2006) señala que la acumulación de reservas en la mayoría de los países ha rebasado los niveles de garantía que recomiendan los indicadores convencionales, sugiriendo que el aumento se explica por un deseo de autoasegurarse contra crisis financieras, la búsqueda de crecimiento con base en la exportación y algunas características vinculadas con los sistemas financieros de las economías emergentes, mercados de coberturas caros y/o ineficientes, exceso de ahorro interno sobre inversión o una ausencia de inversión.

Las evidencias relativas a que los activos externos netos (RIN) de América Latina se ubican actualmente por encima de los estándares internacionales pueden encontrarse cuando comparamos los resultados de las razones RIN/Exportaciones, RIN/Importaciones y RIN/PIB mundiales y de América Latina en particular. En todos los casos se refiere a las sumatorias de las RIN y de las exportaciones, importaciones y PIB mundial y de América Latina, multiplicados por cien. Una última evaluación empírica consiste en determinar si las reservas internacionales han sido suficientes o no para hacer frente a los *shocks* externos. En Alarco (2011) se muestran los resultados positivos de estas evaluaciones.

BALANCE DE BENEFICIOS Y COSTOS DE MANTENER RESERVAS INTERNACIONALES

Nugée (2004:2-5) señala que las razones para mantener reservas[6] pueden ser diversas: proveer fondos para el servicio de los pasivos en moneda extranjera y las obligaciones de la deuda, como instrumento de tipo de cambio o política monetaria, fuente de fondos para pagar gastos en ultramar, defensa contra emergencias o desastres, como fondo de inversión (para evitar que ganancias imprevistas puedan desorganizar la economía interna, para poder implantar una política anticíclica y para obtener ganancias financieras) y, antiguamente, como respaldo formal de la moneda.

[6] Las reservas pueden obtenerse mediante préstamos, acuerdos de intercambio de divisas (*swaping*), compras directas de divisas en el mercado local y a través de encajes en la autoridad monetaria a propósito de los depósitos del público en moneda extranjera en la banca comercial y de depósito.

En otra perspectiva, Williams (2004:1-2) señala que hay dos motivos probables para mantener divisas: transaccional y precautorio. Las reservas de los bancos centrales se caracterizan primordialmente por ser un último recurso para afrontar flujos impredecibles. Las tenencias de divisas pretenden ofrecer alguna protección en contra de las fluctuaciones económicas de corto plazo, así como en contra de *shocks* externos o internos (guerras o desastres provocados por la naturaleza, por el hombre o fracasos financieros). El manejo de las reservas debe asegurar un alto nivel de confianza en las políticas monetaria y cambiaria (particularmente en regímenes de tipo de cambio fijo), mantener divisas líquidas durante el ataque de los *shocks* externos, darle confianza a la comunidad internacional de que la economía es capaz de cumplir con sus obligaciones externas y permitirle al gobierno cumplir sus obligaciones en divisas.

En una perspectiva más reciente, existe un conjunto de autores para quienes la acumulación creciente de reservas internacionales de los países en desarrollo podría ser el síntoma de una nueva arquitectura financiera global que combina gran independencia monetaria, profunda integración financiera y administración flexible del tipo de cambio. Lo anterior, en la medida en que esta abundante disponibilidad de reservas permite hacer frente a movimientos drásticos de los capitales a corto plazo, mitiga el impacto de los *shocks* como resultado de modificaciones de los términos de intercambio y del tipo de cambio real; asimismo, es un estabilizador de la producción[7] que posibilitaría suavizar los ajustes ante un deterioro persistente de la cuenta corriente de la balanza de pagos, a diferencia de lo que ocurre cuando las reservas son reducidas. En particular, es útil para las economías exportadoras de recursos naturales (Aizenman, 2007:2 y 7).

Sin embargo, en otro estudio, Aizenman y Riera-Crichton (2006:6 y 8) señalan que un mayor nivel de profundidad financiera disminuye el rol de las reservas al momento de absorber los *shocks* externos. La mejora de los términos de intercambio, asociadas a retornos domésticos más elevados, podría inducir la entrada de capitales y la apreciación de la moneda, mientras que el deterioro podría generar el efecto contrario y la salida desordenada de capitales.

La información sobre el manejo de las reservas internacionales durante la crisis 2008-2009 sugiere que los países que han acumulado RIN están cosechando los beneficios de hacerlo. A juicio de Aizenman (2009:16-17), esta situación está demostrando que la preocupación de muchas economías sobre

[7] Una administración activa de las reservas internacionales puede reducir la volatilidad del tipo de cambio real que afecta negativamente el crecimiento económico en países con menores niveles de desarrollo financiero (Aizenman, 2006:3).

el tema está demostrando ser exagerada. Las tasas de cambio y las tasas de interés se han ajustado como resultado de la crisis, haciendo uso limitado de las reservas internacionales. Sin ser la panacea, el mantenimiento de reservas sustanciales podría ser la diferencia entre un aterrizaje brusco o suave. Por otra parte, los países parecen estar dispuestos a temer más la pérdida de reservas internacionales que a la flotación cambiaria, ya que la primera puede constituir una señal de deterioro de su solvencia.

Obstfeld *et al.* (2009:2-3 y 12), citando al FMI, señalan que en respuesta a las importantes salidas de capital de la crisis actual, los países necesitarían responder rápidamente para asegurar una adecuada liquidez y hacer frente a problemas emergentes, a pesar de contar con instituciones débiles. El tipo de cambio debe absorber parte de la presión, pero las existencias de reservas internacionales deberían posibilitar espacios para la intervención, evitando que se desordenen las condiciones del mercado. Cuando hay integración financiera internacional, las monedas de los países cuyas RIN/M2 son más elevadas han tendido a apreciarse en la crisis, mientras que las otras monedas han tendido depreciarse, ya que se trataría de que el nivel de las reservas internacionales se establezca en función[8] de la profundidad –tamaño– del sistema financiero. Las líneas *swap* otorgadas por la Reserva Federal estadounidense y el Banco Central Europeo a diferentes economías hasta el momento sólo son simbólicas.

Varios autores plantean que la acumulación de reservas internacionales permite hacer frente no sólo a las fluctuaciones de las paridades cambiarias, sino también puede, con otros instrumentos de política, hacer frente a la apreciación de las monedas nacionales (Reinhart y Reinhart, 2009). En la misma dirección, Aizenman y Lee (2006:2), retomando a Dooley *et al.* (2005), señalan que la acumulación de reservas internacionales podría ser parte de una estrategia de desarrollo deliberada que facilita el crecimiento con un tipo de cambio real muy depreciado (evitando que éste se aprecie cuando no hay acumulación de reservas). Para estos autores, la estrategia de los países del este de Asia vincula el mercantilismo, el crecimiento económico y la acumulación de las reservas internacionales desde los años noventa.

Aizenman (2009:10-11 y 17) reafirma que, acorde con la visión mercantilista, la acumulación de reservas es el resultado de promover las exportaciones a través de la intervención en el tipo de cambio. Esa perspectiva sugiere que la masiva acumulación de reservas de China es una combinación de argumentos mercantilistas y motivo de precaución para obtener seguridad. Asimismo, los motivos mercantilistas podrían inducir a que otras economías compitan por mantener mayores niveles de reservas internacionales

[8] No se señala la magnitud de esas proporciones entre las reservas internacionales y el total de los depósitos en el sistema financiero.

con el objetivo de hacer frente a la ventaja competitiva obtenida por la primera economía. Sin embargo, en la actual crisis internacional, una adecuada coordinación de políticas podría ayudar a que se minimicen las depreciaciones competitivas y a elevar continuamente los niveles de reservas.

Antes de iniciar la presentación de nuestro balance de costos y beneficios de mantener reservas internacionales a nivel de una economía cualquiera tomada aisladamente, es importante señalar que la acumulación de reservas en una perspectiva internacional, para el conjunto de los países, puede generar problemas y riesgos. Alberola y Fernández de Lis (2007:119-124) señalan que ha ido surgiendo una cierta preocupación en la comunidad financiera internacional por la dimensión y fuerte inercia de la tendencia en cuanto a estos activos netos, por la similitud de las estrategias de gestión de las reservas por parte de los bancos centrales (la mayoría muy sesgadas hacia la inversión en activos públicos a corto plazo denominados en dólares estadounidenses) y la existencia de incentivos a su prolongación como contrapartida de la inexistencia de elementos que sugieran límites a éstas.

Es difícil señalar si se trata de una discusión técnica o de una política estratégica,[9] pero Alberola y Fernández señalan que el tamaño de los participantes, las posibilidades de coordinación entre ellos y la concentración de activos en pocas manos puede conducir a decisiones discrecionales y discontinuas que tengan impacto significativo sobre los precios y las cantidades negociadas, cambios súbitos y simultáneos, induciendo a señales distorsionadas en los mercados. También se preocupan de la reciente creación de fondos de estabilización u otros de inversión para apoyar las políticas gubernamentales (incluyendo la financiación de proyectos de inversión) que "se gestionan con un grado de rigor y transparencia muy variable, lo que ha generado cierta preocupación" (Alberola y Fernández, 2007:120).

La otra preocupación es que la inversión en las reservas se ha orientado hacia títulos del Tesoro de Estados Unidos, lo que parece haber contribuido a mantener los tipos de interés reducidos para estos activos por debajo de lo que sugeriría la situación de la economía estadounidense, e induciría por el arbitraje a unos tipos de interés globales más bajos que "debilitan la disciplina del mercado" (Alberola y Fernández, 2007:122). Este factor, junto con un entorno de mayor liquidez internacional, favorecería una menor aversión al riesgo que expone a los mercados a correcciones más drásticas, en caso de que se revierta esta percepción, y a decisiones de inversión, que en las verdaderas pero ocultas circunstancias pueden revelarse como inadecuadas.

[9] Más vinculada a fortalecer la posición de un conjunto de países, frente a otros denominados como emergentes que recientemente ganan posiciones en los mercados económicos y financieros internacionales.

Para este autor, como para Winjholds y Søndergaard (2008:177-178), cuanto más alto es el nivel de reservas, mayor es el incentivo del banco central para evitar la apreciación de sus monedas. A juicio de estos autores, la disponibilidad de reservas les permite proseguir con las estrategias de crecimiento económico a partir de las exportaciones con un tipo de cambio depreciado. Se sostiene también que el incremento de las reservas eleva la liquidez internacional generando presiones inflacionarias, aunque limitadas por la expansión de la oferta de dinero (base monetaria) en los países con grandes volúmenes de reservas. Para Alberola y Fernández (2007:121-122) este efecto inflacionista se podría producir sobre los activos financieros, mientras que coexiste con un efecto deflacionista sobre los precios de los bienes como resultado del mantenimiento de tipos de cambio depreciados en las economías asiáticas.

El grupo especial de trabajo del Comité de Relaciones Internacionales del Banco Central Europeo (2006) presenta un balance de los riesgos y costos potenciales de la acumulación de reservas para cualquier país. En este balance destaca el conflicto entre la estabilidad del tipo de cambio y una relajación inapropiada de las condiciones monetarias, las dificultades de los bancos centrales para manejar el mercado de dinero y más generalmente para implementar política monetaria, los riesgos de mercado (por moneda y tasas de interés) que pueden resultar en pérdidas de capital potencialmente considerables en los balances de la autoridad monetaria y los costos de esterilización de las divisas adquiridas en el mercado local, que usualmente exceden los rendimientos que se reciben por el aprovechamiento de las reservas en los mercados internacionales.

En la tabla 2 se muestra un resumen de los costos y beneficios de mantener reservas internacionales. Dentro de los beneficios destacan el poder hacer frente a los *shocks* en los términos de intercambio y financieros y minimizar los riesgos cambiarios y de fuga de capitales de los depósitos en el sistema financiero local. En el caso de las economías que han acumulado abundantes reservas internacionales, o por encima de los niveles necesarios, se posibilita un manejo cambiario autónomo e implementar una estrategia de crecimiento con base en las exportaciones (si el tipo de cambio se encuentra en la partida muy depreciado). También hacen posible la utilización de las reservas para otros usos productivos (por ejemplo, fondos de inversión física de China o de Corea del Sur), fondos de estabilización u otros usos "estratégicos",[10] los cuales ahora parecen perturbar al FMI.

[10] De acuerdo con el Grupo especial de trabajo del Comité de Relaciones Internacionales del Banco Central Europeo (2006:186), estos fondos especiales de inversión ascenderían a finales

TABLA 2
COSTOS Y BENEFICIOS DE MANTENER RESERVAS INTERNACIONALES

Costos	*Beneficios*
• Costo de oportunidad de mantener reservas.	• Permite hacer frente a *shocks* negativos de términos de intercambio y financieros.
• Costo de esterilizar la expansión de oferta de dinero.	• Minimiza el riesgo cambiario y de fuga de capitales desde el sistema financiero.
• Riesgos del tipo de cambio por pérdidas de capital (pérdidas cambiarias).	• Posibilita el manejo cambiario autónomo y estrategias de crecimiento con base en las exportaciones.
• Filtración de ingresos por encajes cuando el origen de las divisas son depósitos del público en el sistema financiero.	• Permite la creación de fondos de inversión, estabilización y especiales.
	• Útiles para mejorar presencia en los mercados y organismos internacionales

FUENTE: elaboración propia.

Los costos de oportunidad de mantener reservas internacionales corresponden a la diferencia entre el costo de obtener recursos financieros en los mercados internacionales y los beneficios que obtiene la autoridad monetaria por canalizar dichas reservas para obtener un rendimiento razonable.[11] Los costos de esterilización se producen al retirar la liquidez generada por las compras de divisas, evitando que éstas generen presiones inflacionarias y burbujas en los precios de los activos reales y financieros.[12] Se puede producir otro costo de mantener reservas cuando la o las monedas en que se expresan estas reservas se deprecian, generando una pérdida cambiaria para el banco central.[13] Por último, se puede reducir el nivel de profundización financiera, por el lado de los créditos, por la filtración de los flujos de ingreso que se generan por los encajes que se realizan en el banco central a

de 2006 a entre 1 500 y 2 500 billones de dólares a nivel mundial. Por otra parte, a mediados de junio, Brasil y Rusia anunciaron que se preparan para reducir sus tenencias de bonos del Tesoro estadounidense para adquirir participaciones de 10 mil millones de dólares cada uno en el FMI (<WSJAmericas.com>, recuperado el 11 de junio de 2009).

[11] Generalmente los costos de obtener recursos en los mercados financieros internacionales son la prima de riesgo país, mientras que la rentabilidad mínima por las reservas internacionales sería la tasa de rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos (Grupo especial de trabajo del Comité de Relaciones Internacionales del Banco Central Europeo, 2006:191-194).

[12] Normalmente equivalen a las diferencias entre las tasas de interés locales de los instrumentos del mercado monetario ofrecidas por cada banco central y los costos internacionales de obtener recursos financieros (prima de riesgo y rendimientos de los Bonos del Tesoro estadounidense a diez años).

[13] No analizado cuantitativamente en el presente documento.

propósito de los depósitos del público en moneda extranjera en el sistema financiero.

Es interesante anotar que una política de incrementar las reservas internacionales puede evitar el surgimiento de presiones inflacionarias, si es que la autoridad monetaria lleva a cabo las políticas de esterilización adecuadas. Asimismo, con estas políticas y otras se puede contrarrestar el surgimiento de burbujas en los precios de los activos reales y en los financieros.

Niveles necesarios, excedentes y costos en América Latina

La discusión sobre las diferentes modalidades de medición de las reservas óptimas puede encontrarse en Winjnholds y Kapteyn (2001:5-11), Mendoza (2004:63-67) y Palacios (2007:117-124). Se identifican al menos tres grandes perspectivas. La primera determina los niveles necesarios u óptimos a partir de los diferentes motivos o razones para demandar reservas internacionales, vinculando éstas a los niveles de importaciones (Triffin), niveles de endeudamiento externo, oferta de dinero, entre otros elementos (Guidotti/Greenspan, por ejemplo). La segunda perspectiva considera las reservas a partir de las teorías de los inventarios (Frenkel y Jovanovic). La tercera visión, iniciada por Heller, determina los niveles óptimos a partir de una decisión racional de optimización que debe igualar los beneficios de mantener reservas respecto a sus costos. Una versión muy utilizada en nuestros países fue la metodología de Ben-Bassat y Gottlieb.

La regla Guidotti/Greenspan, ubicada en la primera perspectiva, establece el nivel de reservas óptimas a partir de los saldos para la amortización de la deuda externa y la posición de activos y pasivos externos, garantizando 95% de los pagos sin necesidad de endeudarse por lo menos en un año. Wijnholds y Kapteyn (2001:11-12 y 27) la reformularon tomando en cuenta el régimen cambiario: flotación, tasas fijas o administradas o *currency boards*. En concreto, señalan que el nivel de reservas debe considerar todos los pasivos —deuda externa de corto plazo— y una fracción de la oferta de dinero (dinero más cuasidinero), dependiendo del régimen monetario y de los niveles de riesgo-país que permitirían hacer frente a las fugas de capital de los residentes.

Existen diferentes estudios que discuten si diversos países de América Latina están por encima o por debajo de los niveles óptimos de reservas internacionales. Las investigaciones realizadas con diferentes metodologías y para diferentes fechas corresponden a Chile, Colombia, México, Uruguay, Venezuela y una nota sobre Perú. Palacios (2007:117-125) señala que el

nivel en que se encuentran las reservas internacionales en México en ese momento parece óptimo; sin embargo, éstas se acercan más a su rango superior.

Se ha procedido a determinar los niveles óptimos de las reservas internacionales de acuerdo con la metodología propuesta por Wijnholds *et al.* (2001, 2008), quienes establecen que las mismas deben permitir, como se mencionaba antes, hacer frente a toda la deuda externa de corto plazo (pública y privada, incluyendo la autoridad monetaria y los bancos de depósito) y a las fugas de capital de los ahorros del sistema financiero (entre 10 y 20% del total de los depósitos, dependiendo de la modalidad de fijación del tipo de cambio[14]) multiplicado por una prima de riesgo.

En la literatura internacional hay mayor consenso en utilizar este tipo de modelos, en particular el seleccionado, no sólo por la mayor facilidad para estimarlos, sino también porque engloban las diferentes explicaciones para determinar los niveles de reservas internacionales óptimos o necesarios. Son más intuitivos. En cuanto a la información para América Latina, la correspondiente a la deuda externa proviene del *Joint External Debt Hub* del Banco Mundial (The World Bank, 2009b), seleccionando la trimestral más elevada por año.[15] Se ha considerado la definición de oferta de dinero más amplia proporcionada en el *International Financial Statistics* del FMI (2009)[16] convertida a dólares estadounidenses de fin de periodo de la misma fuente de información. La prima de riesgo por país corresponde al cociente del *country risk premium* del país seleccionado respecto del correspondiente al del país más elevado, proporcionado para cada año de la base de datos de Damodaran.[17]

En la tabla 3 se muestran los resultados para el periodo 2005-2008, considerando dos opciones, equivalentes a 15 y 20% del total de la oferta de dinero. Con la excepción de Argentina, por los abultados niveles de deuda de corto plazo, Brasil en 2005 y otros países como Bolivia, Ecuador y Costa Rica en años particulares, las reservas observadas serían claramente superiores a las óptimas. Para 2008 éstas serían entre 170 mil-200 mil millones de dólares superiores a los niveles óptimos, equivalentes a casi 44% del total de las reservas acumuladas al cierre del año. La conclusión es aplicable

[14] De 5 a 10% de la oferta de dinero en los regímenes de flotación o de *currency boards* y de 10 a 20% en los regímenes de tipo de cambio fijo o administrado.

[15] Para el caso de Bolivia y Venezuela se utilizó la información agregada proporcionada por sus respectivas autoridades monetarias.

[16] Considerando los niveles más elevados de la oferta monetaria, se elevan los montos de las reservas internacionales necesarias; nuestras estimaciones son más conservadoras.

[17] Esta fuente, de acuerdo con los expertos financieros, es sustituta del Emerging Market Bond Index (EMBIG) elaborado por J. P. Morgan, mismo que no es accesible de manera gratuita.

TABLA 3
DETERMINACIÓN DE LOS NIVELES ÓPTIMOS DE RESERVAS INTERNACIONALES EN AMÉRICA LATINA 2005-2008
(MILLONES DE DÓLARES ESTADOUNIDENSES)

País	*Variable*	*2005*	*2006*	*2007*	*2008*
Argentina	Deuda de corto plazo	73 231	31 265	27 619	56 253
	Oferta monetaria	59 019	72 997	86 268	89 559
	Fracción oferta monetaria (15%)	8 853	10 950	12 940	13 434
	Fracción oferta monetaria (20%)	11 804	14 599	17 254	17 912
	Reservas óptimas (15%)	80 819	37 835	37 324	66 329
	Reservas óptimas (20%)	83 349	40 025	40 559	69 687
	Reservas observadas	27 267	30 996	44 779	44 950
	Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	-53 552	-6 839	7 455	-21 379
	Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	-56 082	-9 029	4 220	-24 738
Bolivia	Deuda de corto plazo	1 325	651	608	514
	Oferta monetaria	1 287	2 143	3 947	6 071
	Fracción oferta monetaria (15%)	193	321	592	911
	Fracción oferta monetaria (20%)	257	429	789	1 214
	Reservas óptimas (15%)	1 490	844	1 052	1 197
	Reservas óptimas (20%)	1 546	908	1 200	1 425
	Reservas observadas	1 373	2 663	4 604	6 976
	Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	-117	1 819	3 552	5 779
	Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	-172	1 755	3 404	5 552

País	*Variable*	*2005*	*2006*	*2007*	*2008*
Ecuador	Deuda de corto plazo	1 861	1 897	1 733	-
	Oferta monetaria	8 829	10 182	11 872	12 366
	Fracción oferta monetaria (15%)	1 324	1 527	1 781	1 855
	Fracción oferta monetaria (20%)	1 766	2 036	2 374	2 473
	Reservas óptimas (15%)	2 996	2 814	3 069	-
	Reservas óptimas (20%)	3 375	3 119	3 514	-
	Reservas observadas	1 757	1 534	2 863	2 273
	Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	-1 240	-1 280	-205	2 273
	Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	-1 618	-1 585	-651	2 273
México	Deuda de corto plazo	22 347	22 182	24 889	28 679
	Oferta monetaria	420 101	475 176	524 919	482 312
	Fracción oferta monetaria (15%)	63 015	71 276	78 738	72 347
	Fracción oferta monetaria (20%)	84 020	95 035	104 984	96 462
	Reservas óptimas (15%)	32 250	31 685	38 012	40 737
	Reservas óptimas (20%)	35 551	34 853	42 386	44 756
	Reservas observadas	74 059	76 275	87 116	95 137
	Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	41 810	44 590	49 104	54 400
	Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	38 509	41 422	44 730	50 381

TABLA 3 (CONTINUACIÓN)

País	Variable	2005	2006	2007	2008
Brasil	Deuda de corto plazo	20 461	20 323	45 905	47 507
	Oferta monetaria	560 879	729 277	1 064 586	948 660
	Fracción oferta monetaria (15%)	84 132	109 391	159 688	142 299
	Fracción oferta monetaria (20%)	112 176	145 855	212 917	189 732
	Reservas óptimas (15%)	63 729	56 786	99 135	83 082
	Reservas óptimas (20%)	78 151	68 941	116 878	94 940
	Reservas observadas	53 299	85 213	179 493	192 902
	Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	-10 430	28 426	80 359	109 820
	Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	-24 852	16 272	62 615	97 961
Chile	Deuda de corto plazo	7 457	9 079	10 778	18 616
	Oferta monetaria	111 926	121 009	150 285	140 960
	Fracción oferta monetaria (15%)	16 789	18 151	22 543	21 144
	Fracción oferta monetaria (20%)	22 385	24 202	30 057	28 192
	Reservas óptimas (15%)	8 896	10 773	13 408	21 083
	Reservas óptimas (20%)	9 376	11 338	14 285	21 905
	Reservas observadas	16 930	19 392	16 837	23 073
	Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	8 034	8 619	3 429	1 990
	Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	7 554	8 054	2 553	1 168

País	Variable	2005	2006	2007	2008
Paraguay	Deuda de corto plazo	485	479	516	735
	Oferta monetaria	2 077	2 704	3 781	4 683
	Fracción oferta monetaria (15%)	312	406	567	702
	Fracción oferta monetaria (20%)	415	541	756	937
	Reservas óptimas (15%)	796	803	1 083	1 262
	Reservas óptimas (20%)	900	912	1 272	1 437
	Reservas observadas	1 297	1 702	2 462	2 846
	Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	501	898	1 379	1 584
	Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	397	790	1 190	1 408
Perú	Deuda de corto plazo	3 208	3 070	5 778	9 890
	Oferta monetaria	22 017	26 411	34 659	40 753
	Fracción oferta monetaria (15%)	3 303	3 962	5 199	6 113
	Fracción oferta monetaria (20%)	4 403	5 282	6 932	8 151
	Reservas óptimas (15%)	3 847	3 785	6 950	11 215
	Reservas óptimas (20%)	4 060	4 023	7 341	11 656
	Reservas observadas	13 655	16 792	26 918	30 332
	Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	9 808	13 007	19 968	19 117
	Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	9 596	12 769	19 577	18 675

TABLA 3 (CONTINUACIÓN)

País	Variable	2005	2006	2007	2008
Colombia	Deuda de corto plazo	5 530	3 472	4 702	3 152
	Oferta monetaria	49 666	59 638	78 892	83 464
	Fracción oferta monetaria (15%)	7 450	8 946	11 834	12 520
	Fracción oferta monetaria (20%)	9 933	11 928	15 778	16 693
	Reservas óptimas (15%)	6 807	5 086	7 371	5 865
	Reservas óptimas (20%)	7 233	5 624	8 260	6 769
	Reservas observadas	14 803	15 308	20 780	23 491
	Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	7 996	10 222	13 409	17 626
	Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	7 570	9 683	12 519	16 721
Costa Rica	Deuda de corto plazo	2 098	2 367	3 224	3 607
	Oferta monetaria	9 197	10 829	13 292	14 672
	Fracción oferta monetaria (15%)	1 380	1 624	1 994	2 201
	Fracción oferta monetaria (20%)	1 839	2 166	2 658	2 934
	Reservas óptimas (15%)	2 542	2 800	3 888	4 157
	Reservas óptimas (20%)	2 690	2 945	4 110	4 341
	Reservas observadas	2 313	3 115	4 114	3 799
	Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	-229	314	225	-359
	Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	-378	170	4	-542

País	Variable	2005	2006	2007	2008
Venezuela	Deuda de corto plazo	10 103	11 846	15 353	17 007
	Oferta monetaria	11 846	15 353	17 007	31 989
	Fracción oferta monetaria (15%)	4 798	8 417	10 837	13 660
	Fracción oferta monetaria (20%)	6 398	11 223	14 449	18 214
	Reservas óptimas (15%)	12 845	15 774	21 674	24 406
	Reservas óptimas (20%)	13 759	17 083	23 782	26 873
	Reservas observadas	24 492	30 022	24 831	33 716
	Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	11 648	14 248	3 156	9 310
	Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	10 734	12 938	1 049	6 843
Total	Deuda de corto plazo	148 107	106 631	141 104	185 962
	Oferta monetaria	1 276 987	1 566 479	2 044 745	1 914 569
	Fracción oferta monetaria (15%)	191 548	234 972	306 712	287 185
	Fracción oferta monetaria (20%)	255 397	313 296	408 949	382 914
	Reservas óptimas (15%)	217 018	168 986	232 966	259 333
	Reservas óptimas (20%)	239 988	189 771	263 587	283 790
	Reservas observadas	231 245	283 011	414 797	459 493
	Diferencia observadas respecto a óptimas (15%)	14 227	114 024	181 831	200 160
	Diferencia observadas respecto a óptimas (20%)	-8 743	93 239	151 210	175 703

FUENTE: elaboración propia con base en *International Financial Statistics*, FMI (2009); *External Debt HUB*, Joint BIS-IMF-OECD–WB (2009); *Boletín Estadístico*, Banco Central de Bolivia (marzo 2009) e *Información Estadística*, Banco Central de Venezuela (2009).

a todos los países de la submuestra latinoamericana,[18] destacando entre las mayores contribuciones a las reservas excedentes las de Brasil y México.[19]

En la tabla 4 se presenta un estimado del costo de mantener reservas internacionales considerando el costo de oportunidad de las reservas totales y de las excedentes, y del costo de esterilizar la oferta de dinero. El costo de oportunidad se determina al aplicar al saldo de las reservas los puntos base de la prima de riesgo para el país[20] y año que corresponda de acuerdo con la información de Damodaram (2009). El costo de la esterilización reflejaría la diferencia entre las tasas que la autoridad monetaria debe pagar para esterilizar la expansión de la oferta de dinero y el costo de obtenerlo en el exterior (rendimiento de los bonos del tesoro más los puntos base por prima de riesgo).

Los costos de mantener reservas internacionales netas ascendieron en 2008 a poco más de 29 918 millones de dólares, agregando los costos de oportunidad y los costos de la esterilización, siendo los primeros superiores a los segundos.[21] Estos costos no son despreciables, ya que son equivalentes a poco menos de 0.8 y 0.4% del PIB cuando se refieren a todas las reservas o sólo a las excedentes determinadas en la tabla 3, respectivamente. En ambos casos la contribución a estos costos se genera en los países con mayores niveles de reservas, como Argentina, Brasil, México y Venezuela. En los casos de Argentina y Venezuela los costos son positivos cuando se habla de las reservas totales, debido a que las primas de riesgo que se aplican a estos países son altas. En el caso de Brasil, al ser la prima de riesgo más reducida, el costo de oportunidad es menor y, en cambio, el costo de la esterilización es muy elevado en virtud de la diferencia entre la tasa de interés local de los instrumentos del mercado monetario y el costo de obtener recursos en el mercado internacional. Los costos para México son menores, aunque equivalentes a 0.4% del PBI por las menores diferencias entre las tasas de interés.

[18] Winjholds y Søndergaard (2008) presentan estimados de las "reservas suficientes" para 2006 de Argentina, Brasil, Chile, México, Perú y Venezuela. Estos resultados coinciden con los nuestros, a excepción de Argentina, donde ellos consignan un nivel de la deuda externa de corto plazo menor que el reportado recientemente por el Banco Mundial.

[19] Lamentablemente no existen otras estimaciones recientes e integradas para América Latina que permitan una comparación al respecto.

[20] La prima de riesgo-país puede ser endógena en la medida en que al reducirse drásticamente el nivel de las reservas internacionales ésta se eleva.

[21] No se considera la evaluación de los costos por pérdidas cambiarias que se suscitarían al mantener reservas internacionales en monedas que se deprecian. Éste podría ser el caso de reservas con alta composición en dólares estadounidenses cuando esta moneda se deprecia respecto al euro y a otras monedas internacionales.

TABLA 4
COSTO DE OPORTUNIDAD DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES Y DE ESTERILIZAR LA EXPANSIÓN DE LA EMISIÓN PRIMARIA 2008
(MILLONES DE DÓLARES ESTADOUNIDENSES %)

País	*Reservas totales*	*Reservas excedentes a 20%*	*Costo de oportunidad reservas totales*	*Costo de oportunidad reservas excedentes*	*Costo total de esterilización*	*Suma de costo total (reservas totales)*	*Suma de costo total (reservas totales % PIB)*	*Suma de costo total (reservas excedentes)*	*Suma de costo total (reservas ecedentes % PIB)*
Argentina	44 950	-24 738	4 045	-2 226	-1 166	2 879	0.87	-3 393	-1.03
Bolivia	6 976	5 552	628	500	-348	280	1.63	152	0.88
Brasil	192 902	97 961	5 787	2 939	10 973	16 760	1.06	13 912	0.88
Chile	23 073	1 168	323	16	471	794	0.43	487	0.26
Colombia	23 491	16 721	611	435	812	1 423	0.73	1 247	0.64
México	95 137	50 381	1 903	1 008	2 482	4 385	0.40	3 490	0.32
Paraguay	2 846	1 408	256	127	-233	24	0.15	-106	-0.66
Perú	30 332	18 675	789	486	82	870	0.68	567	0.44
Venezuela	33 716	6 843	2 192	445	312	2 503	0.77	757	0.23
Total	453 421	173 972	16 533	3 728	13 385	29 918	0.78	17 113	0.44

FUENTE: elaboración propia con base en *International Financial Statistics*, FMI (2009); *World Development Indicators*, World Bank (2008); *UN Data*, United Nations Statistics Division (2008); *External Debt HUB*, Joint BIS –IMF-OECD-WB (2009); *Boletín Estadístico*, Banco Central de Bolivia (marzo 2009); *Información Estadística*, Banco Central de Venezuela (2009) y *The Data Page*, <www.damodaran.com> (2009).

PROPUESTAS DE APROVECHAMIENTO DE LOS EXCEDENTES DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

En las secciones anteriores se muestra que desde la década de los noventa los niveles de reservas internacionales de México y América Latina, como conjunto, parecen haber sido suficientes para enfrentar los *shocks* externos. Existen niveles excedentes a los necesarios y costos de acumularlas. En forma somera, una estrategia para el mejor aprovechamiento de estas reservas excedentes requeriría discutir si se realiza desde la autoridad monetaria o del ministerio o desde la secretaría de hacienda respectiva. En el primer caso, el procedimiento es directo, mientras que en el segundo, su disposición implicaría necesariamente que sean adquiridas por el tesoro público, que ante ingresos públicos limitados competirían con otras opciones de gasto público.

Esta última opción no sólo implicaría menor gasto público en otros rubros, también afectaría negativamente la demanda interna al tratarse de recursos provenientes de una filtración de ingresos (impuestos) y su probable esterilización por parte de la autoridad monetaria. El camino desde la autoridad monetaria es menos problemático, pero implica el acuerdo de su consejo de administración o directorio, en circunstancias en las que son generalmente autónomos del gobierno.

Una alternativa que han utilizado algunos países, ante reservas internacionales por encima de los niveles necesarios, es la de prepagar deuda pública externa. Sin embargo, si se trata de deuda del gobierno y no de la autoridad monetaria, tienen que adquirirla de acuerdo con el procedimiento anterior y con los efectos antes señalados. Para evitar la reducción del gasto público interno, México, en 2004-2005, redujo la deuda externa a cambio de incrementar la deuda interna. Sin embargo, esta operación puede resultar innecesaria en la medida en que los estándares deuda externa/PIB vienen siendo reducidos desde la década de los noventa y, por el contrario, los de la deuda interna/PIB se incrementan, con el peligro de generar un efecto *crowding out*, ante las mayores tasas de interés locales que el gobierno debe ofrecer para colocarla internamente.

Cruz (2006:121-123) señala, a través de las identidades de las cuentas nacionales, que la contrapartida de una mayor acumulación de reservas internacionales podría ser un menor nivel de inversión. De esta forma, la acumulación de reservas por encima de los niveles necesarios generaría un menor nivel de inversión y menor crecimiento potencial del producto. Sugiere para México, en dirección contraria, que las reservas excedentes acumuladas podrían orientarse hacia la inversión productiva (en proyectos rentables) para contribuir al crecimiento económico. Frente a la problemática del incremento de la oferta de dinero por la adquisición de las divisas,

este autor señala que podría generarse algún efecto inflacionario que, sin embargo, se mitigaría por los niveles elevados de la capacidad instalada ociosa de la economía mexicana.

Una alternativa menos radical que la anterior es la que han aplicado muchos países a través de la creación de fondos de inversión, aprovechando parte de las reservas internacionales, mediante los cuales se realizan aportaciones a fondos o instituciones específicas, que a su vez realizan operaciones de crédito o aportaciones de capital a proyectos de inversión propios o de terceros. El Grupo especial de trabajo del Comité de Relaciones Internacionales del Banco Central Europeo (2006:187-188) hace un recuento de algunas de estas operaciones y señala positivamente que estas modalidades crean un puente entre el tipo de cambio, la política monetaria y la fiscal, convirtiendo activos de corto plazo en tenencias de riqueza a largo plazo. Asimismo, pueden proporcionar a ciertos países un vehículo significativo para diversificar su exposición al riesgo en activos en dólares estadounidenses de una manera gradual y ordenada. Sin embargo, para Alberola y Fernández de Lis (2007:120), generan los problemas señalados en la tercera sección de este documento.

En el caso concreto del financiamiento de algunos programas de inversión anticíclicos a propósito de la crisis financiera internacional 2008-2009, Alarco (2009:231-232) propone, para el caso peruano, utilizar créditos externos triangulados por una institución financiera internacional; se pensó en la Corporación Andina de Fomento u otras, originados en las propias reservas internacionales de la autoridad monetaria peruana. Se trataría que unos mil-tres mil millones de dólares de las reservas internacionales sean depositados en una institución financiera internacional para que después ésta los canalice como créditos al gobierno peruano (entre 80-100% de dichos fondos) para el financiamiento de proyectos específicos del programa de inversión pública o de otros para proyectos en asociaciones públicas-privadas. La recanalización de estos recursos permitiría aprovechar los excedentes de reservas. Esta política articulada entre varios países es un camino interesante que se debe considerar. Asimismo, si la composición de las reservas tiene un elevado sesgo a favor de instrumentos denominados en dólares estadounidenses, se estaría haciendo un uso de éstas, frente a la alternativa simple de que se erosionen por efecto de la depreciación de esta moneda respecto de otras internacionales.

CONCLUSIONES Y ALGUNAS REFLEXIONES FINALES

La acumulación creciente e intensa de reservas internacionales es una circunstancia internacional, mayor en los países asiáticos, de Europa del Este

y Medio Oriente, y en tercera instancia de América Latina.[22] Sólo recién desde los años noventa parece más evidente que la región latinoamericana supera los estándares internacionales, ya que previamente se vio afectada por la crisis de la deuda de inicios de los ochenta y los problemas particulares de ciertos países como México, Perú y Venezuela entre 1986-1989.

Es evidente que el mantenimiento de amplios niveles de reservas internacionales de los diferentes países de América Latina ha contribuido a la estabilidad macroeconómica de la zona. Sin embargo, es difícil evaluar cuánto de ésta es resultado de dicha política respecto de otras y de circunstancias diferentes. Por otra parte, este artículo abona la dirección a que los niveles actuales de reservas internacionales se ubican por encima de los estándares necesarios. Existe consenso en que, a nivel global, la acumulación de reservas no sólo genera ventajas, sino que puede causar problemas y riesgos. México y América Latina no son ajenos a este fenómeno de reservas internacionales excedentes, aunque debe señalarse que algunos países de la región tienen un comportamiento particular, diferente al conjunto. Las reservas excedentes totales para América Latina ascienden en 2008 a entre 170 mil-200 mil millones de dólares. La última información disponible para México, hasta mayo de 2011, refleja niveles de reservas internacionales ligeramente superiores a 12% del PIB, mayores al estándar de 10% establecido por Jeanne y Ranciere (2006).

La evidencia y el análisis en relación con los niveles de reservas internacionales de las distintas regiones del mundo, incluida América Latina, en las circunstancias de la crisis financiera internacional 2008-2009, parecen demostrar –a la fecha– que éstas han permitido hacer frente a los *shocks* externos: comercial y financiero. Las líneas *swap* proporcionadas por la Reserva Federal estadounidense y el Banco Central Europeo han sido simbólicas.

La administración de las reservas internacionales en México y América Latina al parecer se realiza dentro de los parámetros convencionales. No se han desarrollado aún fondos especiales de inversión u otros, como lo han establecido varios países asiáticos para aprovechar mejor estas reservas excedentes. Nuestra región, a diferencia de algunas economías asiáticas como China, no ha podido utilizar las reservas como parte de una estrategia de promoción de las exportaciones para el crecimiento económico. Los niveles de partida de los tipos de cambio real marcan la diferencia.

La ruta del prepago de los compromisos de la deuda externa existe. Sin embargo, puede ser innecesaria en la medida en que muchos países de la región ya están por debajo de los estándares convencionales y que la acción

[22] Nos referimos al periodo de análisis abordado en el estudio.

de la inflación internacional erosiona lentamente el valor de estas deudas. Además, es conveniente afinar los mecanismos existentes para evitar que se reduzca la demanda interna o se produzca un incremento de la deuda interna cuando ésta se intercambia con la externa.

México y América Latina enfrentan el reto de aprovechar una circunstancia inédita varias décadas atrás. Las reservas internacionales ahora son abundantes. Los mercados financieros todavía no están en calma y la tendencia más clara es que la divisa estadounidense tienda a depreciarse de aquí en adelante. Las posibilidades de aprovechar los excedentes de las reservas son múltiples. Se abre la posibilidad de que las reservas internacionales no sólo sean una garantía para la estabilidad macroeconómica, sino que se puedan vincular con la política cambiaria, fiscal y monetaria, y transformar instrumentos financieros en tenencias directas o indirectas de activos de largo plazo que contribuyan a la inversión y la expansión de la capacidad productiva del continente.

Bibliografía

Alarco, G. (2009), "¿Contracción o crecimiento económico del Perú para 2009? Una revisión de escenarios posibles", en G. Alarco (comp.), *Crisis, análisis y perspectivas de la crisis económica mundial desde el Perú*, Lima, Perú, Grupo Editorial Norma/CENTRUM Pontificia Universidad Católica del Perú.

Alarco, G. (2011), "Niveles necesarios, costos y políticas para las reservas internacionales en América Latina", en *Economía Mexicana*, vol. XX, núm. 1, primer semestre, México, Centro de Investigación y Docencia Económicas (CIDE).

Alberola, E. y S. Fernández de Lis (2007), *El proceso de acumulación de reservas de divisas: posibles riegos para la estabilidad financiera internacional*, Madrid, Estabilidad Financiera 12, Banco de España.

Aizenman, J. (2006), "International Reserves Management and the Current Account", en *NBER Working Paper Series*, núm. 12734, diciembre, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

Aizenman, J. (2007), "Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture", en *NBER Working Paper Series*, núm. 13277, julio, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

Aizenman, J. (2009), "On the Paradox of Prudential Regulations in the Globalized Economy; International Reserves and the Crisis: A Reassessment", en *NBER Working Paper Series*, núm. 14779, marzo, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

Aizenman, J. y J. Lee (2005), "International Reserves: Precautionary Versus Mercantilist Views, Theory and Evidence", en *NBER Working Paper Series*, núm. 11366, mayo, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

Aizenman, J. y J. Lee (2006), "Financial Versus Monetary Mercantilism-Long-Run View of Large International Hoarding", en *NBER Working Paper Series*, núm. 12718, diciembre, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

Aizenman, J. y J. Fernández-Ruiz (2006), "Signaling Credibility-Choosing Optimal Debt and International Reserves", en *Working Paper Series*, núm. 12407, julio, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

Aizenman, J. y D. Riera-Crichton (2006), "Real Exchange Rate and International Reserves in the Era of Growing Financial and Trade Integration", en *NBER Working Paper Series*, núm. 12363, julio, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

Banco Central de Bolivia (2009), "Boletín estadístico" (marzo), consultado el 1 junio, disponible en <http://www.bcb.gov.bo/webdocs/Marzo2009/Estadistico/estadisticomarzo09.pdf>.

Banco Central de Venezuela (2009), "Información estadística", consultado el 1 de junio, disponible en <http://www.bcv.org.ve/c2/indicadores.asp>.

Blanco, E. y A. Córdoba (1996), "El nivel óptimo de reservas internacionales, el caso venezolano", en *Serie Documentos de Trabajo*, núm. 2, agosto, Caracas-Venezuela, Gerencia de Investigaciones Económicas-Banco Central de Venezuela.

Caballero, R. y S. Panageas (2004), "Contingent Reserves Management an Applied Framework", en *NBER Working Paper Series*, núm. 10786, septiembre, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

Chinn, M. y J. Frankel (2005), "Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?", en *Working Paper Series*, núm. 11510, julio, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

Chinn, M. y J. Frankel (2008), "The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency", en *Working Paper Series*, núm. 13909, abril, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

Cruz, M. (2006), "¿Pueden las reservas internacionales contribuir al crecimiento económico?", en *Economía UNAM*, vol. 3, núm. 8, mayo-agosto, Facultad de Economía-UNAM.

Damodaran Online (2009), The Data Page, consultado el 3 de junio, disponible en <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>.

Dooley, M.; D. Folkerts-Landau y P. Garber (2005), *International Financial Stability*, Deusche Bank Global Market Research.

Eichengreem, B. y M. Flandreau (2008), "The Rise and Fall of the Dollar, or When did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Cu-

rrency", en *NBER Working Paper Series*, núm. 14154, julio, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
Goldberg, L. (2008), "Macroeconomic Interdependence and the International Role of the Dollar", en *NBER Working Paper Series*, núm. 13820, febrero, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
Goldberg, L. y C. Tille (2006), "The International Role of the Dollar and Trade Balance Adjustment", en *NBER Working Paper Series*, núm. 12495, agosto, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
Grupo Especial de Trabajo del Comité de Relaciones Internacionales del Banco Central Europeo (2006), "La acumulación de reservas de divisas", en *Boletín del CEMLA*, vol. LII, núm. 4, octubre-diciembre, CEMLA.
Illanes, J. (1999), "Nivel óptimo de reservas internacionales en Uruguay", Banco Central de Uruguay.
International Monetary Fund (FMI) (2009), "International Financial Statistics", consultado el 11 de mayo, disponible en <http://www.imfstatistics.org/imf/>.
Jallath-Coria, E. y T. Mukhopadhyay (2002), "How Well do Banks Manage the Reserves?", en *NBER Working Paper Series*, núm. 9388, diciembre, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
Jeanne, O. y R. Ranciere (2006), "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries; Formulas and Applications", en *IMF Working Paper* 06/229, octubre, Washington, International Monetary Fund.
McKinnon, R. (2009), "El patrón dólar y su periferia propensa a la crisis: nuevas reglas de juego", México, CEMLA, septiembre.
Mendoza, R. (2004), *International Reserve Holding in the Developing World: Self Insurance in a Crisis-Phone Era?*, Emerging Markets Review No. 5.
Mishkin, F. (2008), "Globalization, Macroeconomic Perfomance, and Monetary Policy", en *NBER Working Paper Series*, núm. 13498, abril, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
Nugée, J. (2004), "Manejo de las reservas de oro y divisas", México, CEMLA.
Obstfled, M. *et al.* (2008), "Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves", en *NBER Working Paper Series*, núm. 14217, agosto, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
Obstfled, M. *et al.* (2009), "Financial Instability, Reserves, Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008", en *NBER Working Paper Series*, núm. 14826, diciembre, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
Oliveros, H. y C. Varela (1994), *Consideraciones sobre el nivel óptimo de reservas internacionales*, Bogotá, Borradores Semanales de Economía, núm. 5, Banco de la República.

Özdemir, K. (2004), "Optimal Reserves Behavior for Turkey: The Central Bank of the Republic of Turkey", en *Working Paper*, núm. 4/10, Turquía, Banco Central de Turquía-Research Department.

Palacios, Ó. (2007), "El nivel óptimo de las reservas internacionales", en *Comercio Exterior*, vol. 57, núm. 2, México.

Papaioannou, E. *et al.* (2006), "Optimal Currency Shares in International Reserves: the Impact of the Euro and the Prospects for the Dollar", en *NBER Working Paper Series*, núm. 12333, junio, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

Ramon-Ballester, F. y T. Wezel (2007), "International Financial Linkages of Latin American Banks: The Effect of Political Risk and Deposit, Dollarization", en *Working Paper Series*, núm. 744, marzo, European Central Bank.

Reinhart, C. y V. Reinhart (2009), "Capital Inflows and Reserve Accumulation: The Recent Evidence", en *NBER Working Paper Series*, núm. 13842, marzo, Cambridge, National Bureau of Economic Research.

Soto, C. *et al.* (2004), "Acerca del nivel adecuado de las reservas internacionales: el caso de Chile", en *Economía Chilena*, vol. 7, núm. 3, diciembre, Santiago de Chile, Banco Central de Chile.

Suárez, G. (2000), "El papel de las reservas internacionales", en *Boletín del CEMLA*, núm. 4, julio-agosto, CEMLA.

The World Bank (2009a), Data base, disponible en <http://ddp-ext.worldbank.org/ext/DDPQQ/member.do?method=getMembers&userid=1&queryId=135>.

The World Bank (2009b), Joint External Debt Hub, consultado el 27 de mayo, disponible en <http://devdata.worldbank.org/sdmx/jedh/jedh_dbase.html>.

Triffin, R. (1947), "National Central Banking and the International Economy", en *The Review of Ecomic Studies*, vol. 14, núm, 2.

United Nations (2009), United Nations Statistics Division, consultado el 15 de mayo, disponible en <http://data.un.org/Browse.aspx?d=SNA>.

Werner, A. *et al.* (1998), "Acumulación de reservas internacionales a través de la venta de opciones: el caso mexicano", en *Documentos de Investigación*, núm. 9801, abril, México, Banco de México.

Williams, M. (2004), "La administración de las reservas internacionales", en *Boletín del CEMLA*, núm. 2, abril-junio, CEMLA.

Winjholds, J. y L. Sondergaard (2008), "¿Acumulación de reservas: objetivo o subproducto?", en *Boletín del CEMLA,* vol. LIV, núm. 4, octubre-diciembre, México, CEMLA.

Winjholds, J. y A. Kapteyn (2001), "Reserve Adequacy in Emerging Market Economies", en *IMF Working Paper*, WP/01/143, septiembre, International Monetary Fund.

Quinta sección

Macroeconomía del desarrollo sostenido con equidad

Teoría del nuevo desarrollismo: una síntesis*

Luiz Carlos Bresser-Pereira**

El desarrollismo puede ser considerado de dos maneras diferentes: *a)* como una forma de organización económica y política del capitalismo, alternativa al liberalismo económico, con su correspondiente estilo de gestión económica del capitalismo, y *b)* como una escuela de pensamiento económico. En este segundo caso, el nuevo desarrollismo es un sistema teórico que se origina en la economía política clásica, la teoría económica keynesiana y el desarrollismo clásico. Como una forma de capitalismo, se manifiesta por primera vez durante el mercantilismo. Así, la teoría está presente específicamente en el desarrollismo clásico (originalmente llamada economía del desarrollo y, en América Latina, estructuralismo) y en el nuevo desarrollismo.

Históricamente había dos formas de Estado y de capitalismo: la liberal y la desarrollista. Liberal en la medida en que el Estado se limite, en el plano económico, a garantizar los derechos de propiedad y los contratos, así como a administrar responsablemente sus cuentas fiscales; y desarrollista si, además, el Estado también interviene moderadamente en el mercado para adoptar un nacionalismo económico razonable en la competencia entre los Estados-nación. El desarrollismo considera un Estado en el cual una coalición de clases política se enfrenta al desarrollo económico y tiene en su núcleo a la burguesía industrial; donde se supone que los trabajadores urbanos industriales son relativamente "nacionalistas" y forman parte de la burocracia pública. Para las tres clases, el desarrollo económico se entiende como un cambio estructural, inicialmente en la forma de llevar a cabo la in-

* Texto presentado originalmente en el Centro Internacional Celso Furtado de Río de Janeiro, Brasil, el 11 de agosto de 2016.

** Profesor emérito de la Fundación Getúlio Vargas y editor de *Brazilian Journal of Political Economy*. El autor agradece a Ricardo Bielschowsky y a Marco Capraro Brancher sus observaciones para mejorar la versión.

dustrialización, y más tarde, la especialización productiva, cuando surgen los servicios que se caracterizan por una tecnología compleja, personal calificado, con alto valor agregado per cápita, y salarios correspondientemente elevados. Esta coalición o pacto político desarrollista ve al sistema capitalista no sólo como un sistema de competencia entre las empresas, sino también entre los Estados-nación. Del mismo modo que las empresas necesitan estrategias de gestión para tener éxito en la competencia, los Estados-nación también tienen que definir las estrategias de desarrollo. La prioridad para las empresas es el lucro mediante la innovación schumpeteriana; en cambio, para los países se privilegia el desarrollo económico mediante la acumulación de capital y la incorporación de progreso técnico.

El desarrollo económico requiere de un aumento sostenido de los salarios y del nivel de vida de la población o, en otras palabras, el aumento de la productividad del trabajo y el ingreso por habitante. Sólo a través de una mayor productividad se pueden garantizar mejores niveles de vida de la población. Pero el progreso o el desarrollo humano es un proceso histórico más amplio que el desarrollo económico. La seguridad y el orden interno ya eran objetivos del antiguo Estado. A partir del siglo XVIII, en el contexto de la revolución capitalista, seguían siendo los cuatro principales objetivos políticos de las sociedades modernas, sucesivamente definidos y garantizados: primero, el objetivo de la libertad individual, lo que llevó al liberalismo económico; en segundo lugar, a partir de la Revolución industrial, el desarrollo económico que dio origen al nacionalismo económico o desarrollismo; en tercer lugar, a partir de la segunda mitad del siglo XIX, la justicia social, que se originó en el socialismo; y, por último, a partir de la segunda mitad del siglo XX, la protección de la naturaleza, lo que dio lugar al ambientalismo. El desarrollo humano o el progreso es el proceso histórico por el cual cada Estado-nación se mueve hacia estos cuatro grandes objetivos políticos. Para llegar a ellos, el instrumento de acción colectiva por excelencia de cada nación es el Estado, y su acción humana correspondiente es la acción política. A través de la política cada nación define las instituciones formales del país y sus leyes, así como sus políticas públicas, y con ello se mueve en la dirección del progreso.

Una economía nacional es un sistema de coordinación que se ejerce sobre el nivel micro de las empresas y los individuos, y en el plano macroeconómico de los agregados económicos. Esta coordinación debe ser eficiente a nivel micro: cuando hay competencia entre las empresas y otros agentes económicos, el mercado es la institución de coordinación más eficiente; pero en el caso de las empresas de infraestructuras, de las empresas de petroquímicos básicos y de los grandes bancos ("demasiado grandes para quebrar") el mercado es deficiente y el Estado debe coordinar acciones

sólidas a través de la planificación y la regulación. En el plano macroeconómico, el mercado definitivamente no puede garantizar que los precios macroeconómicos sean favorables para lograr el pleno empleo y el crecimiento. Por eso, el nuevo desarrollismo establece que el Estado debe desempeñar una política macroeconómica activa, sobre todo la política de tipo de cambio, para que ciertos precios macroeconómicos sean viables.

El nuevo desarrollismo es una teoría histórica-deductiva que, dentro del marco de imprevisibilidad e incertidumbre que caracteriza el comportamiento humano, busca entender cómo los países de la periferia del capitalismo comenzaron a buscar el desarrollo económico y cosechar logros después de la Segunda Guerra Mundial. Por lo tanto, rechaza el método hipotético-deductivo de la teoría económica neoclásica, el modelo de equilibrio general, y la posibilidad de que los sistemas económicos sean simplemente regulados por el mercado. En su lugar, se afirma la existencia de sistemas económicos nacionales y la formación de un sistema económico mundial, que se rige por dos instituciones clave: el Estado y el mercado.

Economía política

La economía política del nuevo desarrollismo estudia el desarrollismo realmente existente, trata de entender al Estado y a las coaliciones de clase desarrollistas, así como las formas que el capitalismo asumió a partir del siglo XVI. Hoy, en lo económico, el capitalismo ha demostrado ser insustituible debido a que el mercado es un sistema superior al Estado en la coordinación de las acciones de las empresas competitivas. Pero en la sociedad moderna existe una gran industria no competitiva en donde la coordinación del Estado es esencial. Así que en los sistemas capitalistas tenemos dos sectores: uno competitivo (coordinados por el mercado) y un monopolista (coordinado por el Estado). Prevalece aquí el principio de subsidiariedad: lo que hace bien el mercado, que el Estado se abstenga de interferir. Esto a nivel microeconómico. En el plano macroeconómico, definitivamente el mercado no es capaz de asegurar que los cinco precios macroeconómicos sigan siendo viables: las tasas de ganancia, tasas de interés, tipos de cambio, los salarios y la inflación. Por lo tanto, el papel del Estado también es fundamental en la política macroeconómica.

Para el nuevo desarrollismo, el desarrollo es el camino "por defecto" del capitalismo, pues vino con el mercantilismo. Posteriormente tuvimos varios modelos o formas de Estado en el capitalismo desarrollista, que pueden clasificarse de acuerdo con el periodo histórico en que sucedieron y que fueron ubicados como de "centro" o "periférica", es decir, de acuerdo con tener que

enfrentar o no al imperialismo moderno de los primeros países industrializados para llevar a cabo su revolución industrial y capitalista. Teniendo en cuenta a los países que han hecho su revolución, se pueden distinguir las siguientes formas de desarrollismo y sus respectivos países:[1]

1) El mercantilismo: fue el primer desarrollismo; define a los países centrales que originalmente hicieron su revolución industrial y capitalista, y que fueron los primeros en llegar a ser ricos: Gran Bretaña y Francia.
2) Bismarckismo: caracteriza la Revolución industrial en los países centrales atrasados como Alemania y Estados Unidos, países que también se han enriquecido.
3) Desarrollismo periférico independiente: países de Asia Oriental, a partir del modelo japonés; estos países han adoptado el término o se están poniendo al día, muchos ya son ricos y se han convertido en parte de los países centrales.
4) Desarrollismo nacional: caracteriza a la Revolución industrial y capitalista en los países periféricos como nacional-dependientes, es decir, países como Brasil y Turquía que no han logrado superar su dependencia de los países ricos; estos países son ahora los países de ingresos medios.
5) Desarrollismo socialdemócrata o de la edad de oro del capitalismo: fue el segundo desarrollismo entre los países ricos. Se inició con el New Deal en Europa y en Estados Unidos (después de la guerra, entre la Primera y la Segunda Guerra Mundial). Fue un periodo liberal, que era relativamente largo en los países centrales de desarrollo original y breve en los países centrales del desarrollo atrasado.[2]

Todos los países han hecho su revolución industrial y capitalista en el contexto de un desarrollismo autoritario o simplemente autoritario-liberal. En ninguno de ellos se garantiza el sufragio universal en el momento de la Revolución industrial; sin embargo, esto no significa que el desarrollismo sólo sea posible en un contexto de regímenes autoritarios. El desarrollismo tuvo un origen autoritario, pero durante la edad de oro se volvió democrático; de tal modo que el liberalismo nació con un rechazo a la idea de demo-

[1] Para fazer essa classificação de desenvolvimentismos baseei-me em uma tipologia de modelos que discuti em outro paper: "Models of developmental state" (Bresser-Pereira, 2016a).

[2] Tomando-se o Reino Unido como referencia, o liberalismo econômico durou de 1834, quando abriu sua economia, até 1929; já na Alemanha o liberalismo econômico durou do final do século XIX até 1929.

cracia, pero finalmente la aceptó cuando la presión popular a sus bondades superó los temores de la burguesía a la "tiranía de la mayoría". Hoy en día, los países preindustriales enfrentan una dificultad adicional, porque no tienen más remedio que aceptar el punto de vista económico o realizar su revolución capitalista en el contexto de la democracia.[3]

Para el nuevo desarrollismo, el papel económico del Estado es garantizar las condiciones generales de la acumulación de capital o, en otras palabras, es garantizar los medios necesarios para que las empresas puedan invertir y aumentar continuamente su productividad. Entre esas condiciones, cinco son esenciales: *1*) el orden público, la seguridad de la propiedad y de los contratos; *2*) la educación pública; *3*) la promoción de la ciencia y la tecnología; *4*) las inversiones en infraestructura económica, y *5*) un tipo de cambio que hace que las empresas competitivas utilicen la mejor tecnología disponible en el mundo.

Además del desarrollo económico, el Estado democrático debe garantizar la seguridad, la libertad individual, la reducción de la desigualdad y la protección del medio ambiente. Los otros objetivos políticos se han convertido en importantes con el consenso en la sociedad contemporánea. El capitalismo nació con el primer desarrollismo: en el mercantilismo, cuando surgió la Revolución industrial en Inglaterra, Francia y Bélgica. Hasta la fecha, ha demostrado ser una forma de organización del más alto nivel y nos lleva hacia el liberalismo económico, excepto cuando se trata de coordinar al sector no competitivo de cada economía nacional. Sin embargo, desde hace un siglo, entre 1830 y 1929, el liberalismo económico fue dominante en los países centrales. Fue un periodo de bajo crecimiento y muchas crisis económicas, que terminó con la caída de la bolsa en 1929 y la Gran Depresión. El segundo desarrollismo siguió el New Deal, la edad de oro del capitalismo, el de Bretton Woods y el Pacto de Estado Social. Pero en la década de 1970, el segundo desarrollismo enfrentó una crisis por no lograr el control satisfactorio de la inflación y, principalmente, porque dejó de garantizar las tasas de ganancia lucrativas para las empresas. Al mismo tiempo, el capitalismo en el mundo estaba experimentando una transformación importante —la globalización—, es decir, el proceso histórico en el que surgen las empresas manufactureras y de servicios multinacionales. Ellas ocupan los mercados en todos los países, y las burguesías de los países centrales dejan de ser empresarios locales para convertirse en rentistas y financieros, que tienen como fuente de sus ingresos principalmente los beneficios obtenidos en el mercado interno de cada país, y obtener dividendos e intereses a través de las compañías multinacionales en los mercados de otros países.

[3] Véase "Democracy and development in pre-industrial countries" (Bresser-Pereira, 2016b).

La disminución de las ganancias y la estanflación de la década de 1970, así como la globalización, marcaron la segunda crisis del desarrollismo y, a partir de 1979, dieron lugar a la etapa neoliberal del capitalismo. Contrario a lo que los intelectuales neoliberales predijeron, este liberalismo económico radical y reaccionario se caracterizó por un bajo crecimiento, gran inestabilidad financiera y un fuerte aumento de la desigualdad, en comparación con los años de oro. Desde 2008, el neoliberalismo enfrenta una grave crisis económica que ha empeorado desde 2010 con la crisis del euro. Y desde 2016, el neoliberalismo global también se enfrenta a una crisis política de grandes proporciones expresada en: el Brexit, la presidencia de Donald Trump y el creciente poder de la extrema derecha en Europa. Hoy vivimos en un contexto de crisis económica que se expresa en cuasi estancamiento y en una profunda crisis política que muy probablemente conducirá el mundo rico a pensar en un tercer desarrollismo, cuyas características están aún por definirse.

En cuanto a los países en desarrollo, el crecimiento económico sigue siendo satisfactorio sólo en el Este de Asia e India. No hay enfermedad holandesa en aquellos países, y sus elites económicas y políticas continúan preparándose para crecer productivamente. En cuanto a los países latinoamericanos y africanos, que tienen la enfermedad holandesa y no lograron neutralizarla desde la década de 1990, acataron el liberalismo económico del Consenso de Washington, el crecimiento sólo fue satisfactorio en la década de 2000 gracias a un *boom* de las *commodities* causados por el aumento de la demanda china. Sin embargo, de continuar con tal tendencia, se desindustrializarán como parte de tal dependencia y no habrá futuro para ellos.

El desarrollismo clásico

El desarrollismo, en cuanto sistema teórico, surgió en un entorno poco alentador, como una reacción y como un intento de explicar las grandes dificultades que no sólo los países periféricos —especialmente de medianos ingresos—, sino también los preindustriales, están encontrando para desarrollar e implementar el crecimiento. Esta tarea recayó originalmente en el desarrollismo clásico. Surgió en el Reino Unido en la década de 1940, con la transición de la Sociedad de las Naciones a las Naciones Unidas, bajo el nombre de "economía del desarrollo", y en América Latina con el nombre de "estructuralismo latinoamericano", que define al desarrollo económico como "cambio estructural". Hoy, prefiero llamarlo desarrollismo clásico. Era la teoría dominante de desarrollo económico entre los años 1940 y 1960,

y tenía entre sus representantes destacados a: Rosenstein, Rodan, Raúl Prebisch, Arthur Lewis, Albert Hirschman y Celso Furtado. Su objetivo era promover el desarrollo económico de los países subdesarrollados o periféricos, que todavía no habían llevado a cabo su revolución industrial capitalista.

Las principales contribuciones de desarrollismo clásico eran, en el plano político, el desarrollo económico, entendido como el resultado de una coalición de clases que incluyera a la burguesía nacional, la burocracia pública y los trabajadores urbanos; y, en el plano económico, el desarrollo económico entendido como "cambio estructural", es decir, como la industrialización que pudiera transformar a las estructuras de la sociedad. Esta industrialización inicialmente proponía sustituir importaciones y tenía como justificación el impulso de la naciente industria que destacaron Alexander Hamilton y Friedrich List, la tendencia al deterioro de los términos de intercambio y del modelo de restricción externa, debido a las diferentes elasticidades de ingresos para los países en desarrollo; Prebisch (1949) y la teoría del "subdesarrollo" de Furtado (1961), para el cual el subdesarrollo en la periferia del capitalismo no se compone de los países "atrasados", sino de los países dependientes o subordinados respecto a los países desarrollados. La condición de subdesarrollo es coetáneo con el desarrollo y sólo se puede superar con la adopción de una estrategia nacional de desarrollo dirigido por el Estado.

De hecho, éste es siempre el papel del Estado: proporcionar a los agentes privados las condiciones generales para la innovación y la acumulación de capital. El desarrollismo clásico defendió una fuerte protección a la producción nacional para hacer viable el modelo de industrialización basado en la sustitución de importaciones. Sus economistas intuyeron la existencia de una enfermedad holandesa que apreciaba en el largo plazo la tasa de cambio del país, pero prefieren hacer frente a este problema con las altas tasas, tipos de cambio múltiples y, en Brasil, entre 1967 y 1990 con subsidios a sus exportaciones. No percibieron que a través de un impuesto a la exportación de *commodities*, de acuerdo con el precio internacional de los mismos, se garantizaba a los exportadores un ingreso estable y satisfactorio, al mismo tiempo que asegurar a las otras empresas industriales la igualdad de condiciones en la competencia con las empresas de los otros países.[4]

¿Cómo explicar, pragmáticamente, por qué tomaban medidas, como fue el caso de "la confiscación cambiaria" en Brasil, que en la práctica neutralizaban la enfermedad holandesa? Probablemente porque para las autori-

[4] Sobre o ceticismo dos desenvolvimentistas clássicos, em particular de Prebisch, a uma taxa de câmbio competitiva ver Bresser-Pereira e Rugitsky (2016).

dades de la época no había ninguna duda de que el desarrollo económico es la industrialización y, por lo tanto, pragmáticamente adoptaron las medidas que conducían al país en esta dirección.

La crisis del desarrollismo clásico comenzó a finales de 1960 con la aparición de la teoría de la dependencia, esto es una reacción a los golpes militares modernizadores que tienen lugar en América Latina en la década de 1960. Esta teoría o interpretación de la dependencia, excluye la posibilidad de una burguesía nacional y de una revolución burguesa, y es una versión "asociada" que promueve la asociación, es decir, la subordinación de los países en desarrollo a los poderes imperiales modernos. Su crisis se profundizó desde mediados de la década de 1970, cuando vuelve a ser dominante en las universidades la teoría económica neoclásica y, por lo tanto, los modelos de crecimiento ahistóricos para sustituir el análisis estructuralista del desarrollo económico. Albert Hirschman escribió un "epitafio" del desarrollismo clásico en 1981, en un artículo con un título significativo: "Auge y decadencia del desarrollismo clásico".[5] La crisis del desarrollismo clásico se convierte en definitiva a partir de la década de 1980, cuando la teoría económica neoclásica y la ideología neoliberal se vuelven dominantes, el proyecto de industrialización se abandona porque se considera "innecesario" para el crecimiento económico, y en la década de 1990 son adoptadas las reformas neoliberales por todos los países de la periferia del capitalismo, con excepción de los países del Este de Asia y la India. La nueva consigna fue: desnacionalización, privatización y desregulación. Desde su nacimiento en 1943, con la propuesta del "gran empuje",[6] el desarrollismo clásico incurre en el gran error de la defensa de la política de crecimiento con deuda ("ahorros") externa. Un error que retrasa el crecimiento de América Latina y en la década de 1980, fue la causa de una gran crisis financiera, la crisis de la deuda externa de la década de 1980 que interrumpió el crecimiento de los países en desarrollo y que llevó a sus elites a abandonar el desarrollismo clásico para abrazar la ortodoxia liberal y el semiestancamiento; esto sólo fue interrumpido en tiempos de auge de las *commodities*.

Surge el nuevo desarrollismo

Los mercados financieros —que se habían cerrados para los países en desarrollo— de nuevo fueron abiertos en la década de 1970 y hacían una

[5] Véase "The rise and decline of development economics" (Albert O. Hirschman, 1981).

[6] Véase "Problems of industrialization in Eastern Europe and South-Eastern Europe" (Rosenstein-Rodan, 1943).

apuesta al endeudamiento externo para crecer. Este crecimiento se dio en el corto plazo, pero en la siguiente década enfrentaron una grave crisis financiera —la gran crisis de la deuda externa—, con un fuerte aumento de la inflación y un estancamiento en sus economías. Algunos países como Argentina y Brasil —que luego hicieron su transición a la democracia con los nuevos gobiernos inspirados por el desarrollismo clásico y la macroeconomía keynesiana— trataron de reanudar el desarrollo, pero cedieron a la alta preferencia para el consumo inmediato expresado en populismo fiscal (déficit públicos irresponsables), lo que los llevó al fracaso, y así dieron espacio para la entrada del Consenso de Washington. En la segunda mitad de la década de 1980, las reformas neoliberales comenzaron a ser adoptadas en México, y en la siguiente década se implementaron en toda la región. Las políticas de ajuste fiscal han contribuido a controlar la inflación —que en algunos países había subido mucho—, pero pronto se hizo evidente que la ortodoxia liberal estuvo marcado por un segundo tipo de populismo: el tipo de cambio populista, es decir, déficit en cuenta corriente, también irresponsables que implicaban una apreciación del tipo de cambio, el aumento del consumo, desaliento a la inversión y, en última instancia, crisis de la balanza de pagos.

Fue en este desalentador panorama —los fracasos, tanto del populismo desarrollista keynesiano como el populismo liberal ortodoxo— que un creciente grupo de economistas y yo propusimos el nuevo desarrollismo. En la década de 1990, el fracaso del desarrollismo en el gobierno de José Sarney y de la ortodoxia liberal en el gobierno de Fernando Henrique Cardoso en Brasil; el fracaso repetitivo de la ortodoxia liberal de los gobiernos de Miguel de la Madrid y Carlos Salinas en México; y el fracaso del desarrollismo en el gobierno de Raúl Alfonsín y la ortodoxia liberal del gobierno de Carlos Menem en Argentina, me llevaron (durante la década de 2000) a la convicción de que ni el desarrollismo clásico y poskeynesianismo (inicialmente llamado "viejo" desarrollismo), ni la ortodoxia liberal, ofrecían herramientas teóricas para comprender el cuasi estancamiento de la economía brasileña y, más en general, de las economías de América Latina, como el semiestancamiento, cuya naturaleza es esencialmente macroeconómica. El nuevo desarrollismo viene a principios de la década de 2000 como una reacción a este doble populismo (el fiscal y monetario) que fueron la base, tanto del fracaso de la ortodoxia liberal como del desarrollismo populista, para promover el crecimiento con estabilidad. Poco a poco, como la nueva elaboración teórica neodesarrollista fue ganando cuerpo y se centró en el análisis de la tasa de cambio y el déficit en la cuenta corriente, se hizo evidente que nos enfrentamos a una nueva escuela de pensamiento, un paso hacia adelante desde el desarrollismo clásico, que se había equivocado en defender el crecimiento

de la deuda externa, y la macroeconomía poskeynesianas, que comete el mismo error de no tener una contribución satisfactoria en términos de macroeconomía abierta.

Podemos distinguir en las nuevas teorías desarrollistas tres subdisciplinas: economía política, que ya dedica una sección en este capítulo; una microeconomía, todavía poco desarrollada; y la macroeconomía, que ha alcanzado un grado razonable de sofisticación.[7] La economía política del nuevo desarrollismo se centra en cuestiones tales como la formación del Estado-nación, el papel de las coaliciones de clase para el nuevo desarrollo en el proceso de la Revolución industrial y capitalista, y la crítica del imperialismo moderno, que busca convencer a los países en desarrollo a incurrir en déficit en cuenta corriente para tratar de crecer. Ello explica la resistencia de los políticos y los economistas del desarrollo para contrarrestar la tendencia a la sobrevaloración cíclica y del tipo de cambio crónica con el concepto de populismo fiscal, generalmente asociado a un keynesianismo común, que hace caso omiso de la importancia de las finanzas públicas equilibradas en el largo plazo y la búsqueda del consumo inmediato. La economía política desarrollista también explica la resistencia de la teoría económica ortodoxa para defender un tipo de cambio competitivo con el interés de los países ricos en un tipo de cambio apreciado en los países en desarrollo, lo cual genera déficit en la cuenta corriente, que a su vez legitima o hace "necesaria" la inversión extranjera directa y el financiamiento en moneda extranjera. Por último, explica la incapacidad de los países en desarrollo para salir de esta trampa debido a la alta preferencia por el consumo inmediato de las personas, y la pérdida de la idea de nación por las elites locales. Por lo tanto, bajo el paradigma de tipo de cambio populista, los trabajadores tienen en el corto plazo mayores salarios reales, rentistas locales, intereses, dividendos y rentas también con mayor poder adquisitivo; y los países ricos siguen ocupando el mercado doméstico en los países en desarrollo con sus préstamos y sus multinacionales, a cambio de un mayor consumo en el corto plazo.

Las altas tasas de interés y su acompañante, el intercambio sobreapreciado, interesan directamente a los rentistas y los capitalistas financieros que manejan la riqueza. En Brasil, además de estas preocupaciones, hay una explicación "técnica" para conseguir altas tasas de interés. Desde 1996, la tasa

[7] Apenas em termos de livros já publicados, temos Macroeconomia da Estagnação (2007) e Globalização e Competição (2009), de Bresser-Pereira, Macroeconomia Desenvolvimentista (2016), de Bresser-Pereira, Marconi e Oreiro, e Macroeconomia do Desenvolvimento: Uma Perspectiva Keynesiana (2016) de Oreiro. Os três primeiros livros têm versão em inglês; no último José Luis Oreiro faz uma grande resenha dos modelos keynesianos e kaleckianos de desenvolvimento e os compara com os modelos do novo desenvolvimentismo.

básica de interés —la tasa Selic—, debe regular las operaciones de mercado abierto y la cantidad de moneda en circulación, es la misma para remunerar la participación de los títulos públicos en el mercado. Por lo tanto, cuando hay un exceso de liquidez en el mercado y la tasa de interés tiende a caer, las pérdidas bancarias no suceden porque los rentistas y sus intermediarios (los bancos) no están obligados a utilizar sus reservas para comprar bonos del tesoro a una tasa menor de lo que se desea, al igual que en otros países. En lugar de ello, pueden recurrir a "acuerdos de recompra", que son a corto plazo y que también se pagan con la tasa Selic. En consecuencia, el banco central está obligado a retirarse, porque no están encontrando compradores para la deuda pública, y la tasa de interés no baja como se espera.

Teoría económica

La nueva microeconomía desarrollista recupera las contribuciones de la microeconomía clásica, que se fundamenta en la teoría del valor del trabajo y la tendencia a la igualación de las tasas de ganancia. Ella trabaja con los conceptos de cambio estructural, la transferencia de mano de obra para las industrias más desarrolladas productivamente, que pagan mejores salarios y que implican un mayor valor agregado per cápita, los rendimientos crecientes a escala y propuestas para la política industrial estratégica que complementan el equilibrio de los precios macroeconómicos, no para compensar su desequilibrio.

La política industrial tiene, por supuesto, un espacio dentro del nuevo desarrollismo, pero esto significa que el potencial de esta política sea sobrestimado. Sin duda fue importante para los países de Asia Oriental, como lo demuestran los notables libros de Chalmers Johnson (1982), Alice Amsden (1989) y Robert Wade (1990), de Japón, Corea del Sur y Taiwán. Pero los lectores no prestaron la debida atención al hecho de que en estos países, una política macroeconómica activa, sobre todo una política de tipo de cambio, mantuvo a los cinco precios macroeconómicos de forma adecuada, muy cerca de ser correcta. Política industrial y, dentro de ella, la política de apoyo a las tecnologías, es especialmente importante para la producción competitiva de bienes con un alto valor agregado. Como se ha señalado en el trabajo con Carmen Feijó y André Nassif:

> No hay una política industrial capaz de tener éxito con el fin de promover el cambio estructural y el proceso de convergencia, si los precios macroeconómicos (inflación, tasas de interés real, la tasa de cambio real y la tasa los salarios reales) no están en niveles adecuados.

La nueva macroeconomía desarrollista es la parte más compleja del nuevo desarrollismo. A diferencia de la macroeconomía convencional, está muy interesada en los cinco precios macroeconómicos: la tasa de ganancia, lo que debería ser favorable a las empresas para invertir; la tasa de interés, cuyo nivel alrededor del cual el banco central lleva a cabo la política monetaria debe bajar; el tipo de cambio debería convertir a las empresas en competitivas, utilizando la tecnología en el estado del arte en el mundo; la tasa de los salarios, que debe ser compatible con el aumento de la tasa de beneficio y con el aumento de la productividad; finalmente, la tasa de inflación debe ser muy baja. Sin embargo, el mercado definitivamente no garantiza que estos precios macroeconómicos sigan siendo viables. El aporte teórico de la macroeconomía desarrollista es sólido, principalmente del tipo de cambio y el saldo de la cuenta corriente. Para otros precios macroeconómicos y las facturas de impuestos no hay nada realmente nuevo que añadir a la macroeconomía poskeynesiana.

La macroeconomía del desarrollo contiene una nueva teoría de la determinación de la tasa de cambio: la teoría del valor de la moneda extranjera, que establece el nivel de la tasa de cambio, la oferta y demanda de esa moneda, haciendo flotar el tipo de cambio en torno de su valor. Afirma la existencia, en los países en desarrollo, de la tendencia a la sobrevaluación cíclica y crónica (a largo plazo) del tipo de cambio de la tasa objetivo. Esto no es sólo volátil, como se ha dicho en otras teorías económicas, su volatilidad tiene un sentido o lógica —la tendencia cíclica y crónica— que tiene dos consecuencias principales: en primer lugar, hace que el desarrollo del tipo de cambio sea más predecible; en segundo lugar, da cabida a un cambio fundamental en la función de inversión.[8]

La macroeconomía keynesiana revolucionó la función de inversión para argumentar que la tasa de ganancia esperada depende de la demanda, y que esto no estaba asegurada debido a la tendencia a la insuficiencia de la demanda; el nuevo desarrollismo ofrece su contribución a la función de inver-

[8] A tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio foi originalmente formulada na edição francesa de Mondialisation et Compétition (Bresser-Pereira, 2009); nesse momento a economia brasileira estava em meio a um desses ciclos que começara com as crises financeiras de 1998-1999 e 2002, nas quais o real se depreciou fortemente e o país passou a apresentar superávits em conta-corrente. A partir de 2007, porém, o país entra em déficit em conta-corrente e por oito anos a taxa de câmbio brasileira em termos reais girará em torno de R$ 2,50 por dólar, quando o equilíbrio industrial era de R$ 3,50; devido à elevação do índice comparativo do custo unitário do trabalho do Brasil esse equilíbrio vai subindo até chegar a R$ 3,80 por dólar em 2014, quando uma crise financeira (das empresas industriais) causada por taxas de lucro muito baixas e pela forte queda do preço das commodities no segundo semestre desse ano, levam a nova e forte depreciação do real, ao mesmo tempo em que a economia brasileira entrava em profunda recessão.

sión que incluye el tipo de cambio. La razón de esto es muy simple: es el tipo de cambio que da o restringe el acceso a la demanda existente, tanto en el país como en el extranjero.

Cuando es apreciado el tipo de cambio entre dos crisis financieras, conforme a lo previsto por el modelo, la tendencia a la sobrevaluación es cíclica y crónica, y las empresas hacen sus cálculos en el largo plazo, y si la moneda nacional sigue apreciada, no invierten.

El primer modelo de la teoría neodesarrollista fue fundamental para el crecimiento de la deuda externa, es decir, con déficit en cuenta corriente financiado por ahorro externo. Aunque parece lógico que los países ricos transfieran su capital a los países pobres, esta tesis es generalmente falsa.

El déficit de la cuenta corriente corresponde a un tipo de cambio sobrevaluado que resta competitividad a las industrias en el país y desalienta la inversión, por lo que, después de todo, el consumo es una mejor palanca para las inversiones como consecuencia del "ahorro externo". Sólo en tiempos muy especiales, cuando la economía ya está creciendo a un ritmo acelerado y la propensión marginal al consumo cae, las altas tasas de sustitución de ahorro interno son bajos, y entonces vale la pena recurrir al ahorro externo.

El modelo de alta tasa de sustitución de ahorro interno por ahorro de ahorro externo, recomienda que los países no incurran en un déficit en la cuenta corriente; un segundo modelo neodesarrollista o modelo de enfermedad holandesa nos lleva a concluir: un país que neutraliza la enfermedad holandesa necesariamente debe tener un superávit en la cuenta corriente.

La tasa de cambio de equilibrio —que equilibra intertemporalmente la cuenta corriente del país— es la tasa de cambio de equilibrio corriente. Cuando no hay enfermedad holandesa, hay una segunda tasa de cambio de equilibrio: el tipo de cambio de equilibrio industrial, lo que hace que las exportaciones competitivas de los bienes comerciables no relacionados con productos que utilizan las nuevas tecnologías. Y en este caso, como ha señalado Ricardo Bielschowsky, el equilibrio actual deja de ser un verdadero equilibrio: se trata de un "equilibrio de bajo crecimiento". Podemos definir la enfermedad holandesa como una elevación del tipo de cambio de un país a largo plazo, porque éste es capaz de exportar materias primas y obtener beneficios a un tipo de cambio sustancialmente más apreciado que el tipo de cambio que hace competitivas a las otras empresas industriales: el equilibrio industrial.

Al contrario de lo que ocurre en el modelo teórico neoclásico de la enfermedad holandesa (Corden y Neary, 1982, 1984), en el modelo de Bresser-Pereira (2008) este desequilibrio puede ocurrir independientemente de la existencia de un auge de las *commodities*, simplemente debido al hecho de

que las *commodities* se benefician de rentas ricardianas. También a diferencia del modelo Corden y Neary, el modelo neodesarrollista muestra que la neutralización de la enfermedad holandesa provoca el desplazamiento del saldo de la balanza industrial hacia el equilibro y, por lo tanto, implica un superávit en la cuenta corriente. Para lograr esta neutralización, aboga por una política simple y clara. A medida que la enfermedad holandesa es la diferencia entre el saldo industrial y el corriente, un impuesto o retención de divisas es igual a la diferencia entre el saldo actual e industrial, neutraliza la enfermedad holandesa al hacer iguales a los dos equilibrios. La tasa de cambio de los países exportadores de materias primas varía principalmente con un cambio en sus precios, ya que determinan el equilibrio corriente.[9] Con la retención cambian las variables de acuerdo con los precios internacionales de las materias primas, los exportadores de productos ahora tienen un ingreso estable, independientemente de la variación del precio internacional de cada producto; lo que pagan en retenciones, se les devuelve en forma de evitar la sobrevaluación de la moneda.

El nuevo desarrollismo es crítico de los modelos de crisis de balanza de pagos con base en la irresponsabilidad fiscal (Krugman, 1979, 1999). A pesar de la expansión fiscal, puede explicar la crisis de balanza de pagos, su opinión es que se origina principalmente por déficit en cuenta corriente crónica, causada por tres "políticas habituales" en los países en desarrollo: crecimiento con ahorro o endeudamiento externo, política de tipo de cambio fijo frente a la inflación y las alzas de tasas de interés para atraer capital, combatir la inflación y lograr la "profundización financiera", para hablar en términos de la teoría económica ortodoxa desde la década de 1970 para convencer a los países en desarrollo a que eleven las tasas de interés.

En resumen, al comparar el nuevo desarrollismo con el desarrollismo clásico, me gustaría señalar algunas diferencias básicas:

- El desarrollismo clásico tenía como objeto principal los países preindustriales; el nuevo desarrollismo, los países de ingresos medios que han llevado a cabo su revolución industrial capitalista.
- El desarrollismo clásico se basa en la tesis de la protección de la industria naciente y la industria nacional; el nuevo desarrollismo demanda condiciones equitativas de competencia para las empresas industriales, que no cuentan con esta igualdad, principalmente porque su tipo de cambio tiende a ser sobrevalorado en el largo plazo.

[9] Diez tesis sobre el nuevo desarrollismo fueron discutidas y aprobadas por un grupo de macroeconomistas y los economistas del desarrollo en São Paulo en mayo de 2010, y luego fueron firmados por un total de 87 economistas y politólogos. Véase <http://bit.ly/2ea3Lzw>.

- El desarrollismo clásico defendía la política de crecimiento con endeudamiento externo; el nuevo desarrollismo la rechaza.
- El desarrollismo clásico defendió el modelo de sustitución de importaciones; el nuevo desarrollismo, un modelo basado en la exportación de productos manufacturados soportados sobre un tipo de cambio de equilibrio industrial o competitivo; en otras palabras, el nuevo desarrollismo defiende una integración internacional competitiva de los países en vías de desarrollo, en lugar de una integración subordinada.

Determinación del tipo de cambio

El nuevo desarrollismo tiene una nueva teoría sobre la determinación del tipo de cambio. Como toda mercancía, su precio depende del valor de la moneda extranjera. El precio de mercado o el tipo de cambio nominal varía en función de la oferta y la demanda de moneda extranjera, pero siempre en torno a su valor. Éste se define como el valor que cubre el costo más el beneficio satisfactorio de las empresas que participan en el comercio exterior del país, y garantizan el equilibrio de la cuenta corriente. El nuevo desarrollismo denomina ese valor como "equilibrio corriente", el valor del tipo de cambio que garantiza el equilibrio intertemporal de la cuenta corriente del país. El precio del tipo de cambio fluctúa en torno a ese valor en función de tres políticas habituales (ya mencionadas) que atraen capitales del exterior: la política de crecimiento con déficit en cuenta corriente o "ahorro externo", la política de ancla cambiaria contra la inflación y la política de alto nivel de la tasa de interés. Otros factores pueden afectar la oferta y la demanda de moneda extranjera, especialmente el cambio en las relaciones de intercambio que tiende a variar debido a las variaciones frecuentes en los precios de las *commodities*.

El tipo de cambio de equilibrio en cualquier economía nacional es el tipo de cambio de equilibrio corriente. Pero cuando existe la enfermedad holandesa hay dos equilibrios: el corriente (relativo a las *commodities*) y el industrial (relativo a los bienes y servicios comercializables no *commodities*). El equilibrio industrial es el verdadero equilibrio competitivo, el que hace competitivas a las empresas que usan la mejor tecnología disponible en su sector.

¿Cómo se comporta el tipo de cambio de mercado?, ¿de qué depende? Tanto para las teorías convencionales como para la macroeconomía desarrollista, la tasa de cambio fluctúa "fuertemente" en torno al equilibrio de manera volátil, no "volátilmente", como es común afirmarse, porque la volatilidad es una expresión demasiado vaga. La tasa de cambio es volátil, pero

su fluctuación no ocurre al azar, obedece a un patrón: la tendencia a la sobrevaloración cíclica y crónica del tipo de cambio. Esta tendencia es, por lo tanto, fundamental en la determinación del tipo de cambio y permite que tengamos alguna previsión sobre lo que sucederá.

Podemos también pensar la tasa de cambio en términos de *stock* en lugar de en términos de flujo. Para cada saldo en cuenta corriente (un *stock*) hay un correspondiente tipo de cambio. El tipo de cambio que equilibra la cuenta corriente de un país es más depreciado que el tipo de cambio que equilibra un déficit en cuenta corriente del 3% del PIB.

Dos gráficas acopladas nos ayudan a comprender la determinación del tipo de cambio. Podemos ver en la figura 1, que entre el saldo en cuenta corriente y el tipo de cambio existe una relación lineal y directa. Cuanto más negativo sea ese saldo, más apreciado será el tipo de cambio, y viceversa. Así, cuando un país decide intentar crecer con ahorro externo, es decir, con déficits en cuenta corriente financiados por inversiones directas o por préstamos, él está decidiendo apreciar su tipo de cambio (algo que siempre es ignorado, pero es central para un país en desarrollo). Conforme la gráfica muestra, para cada saldo en cuenta corriente hay un tipo de cambio correspondiente. La línea vertical en el centro de la gráfica indica el punto en el que la cuenta corriente es equilibrada o cero. Esta línea es recta e inclinada hacia arriba y hacia la derecha, significando que cuanto más depreciada la tasa de cambio, mayor el superávit en cuenta corriente, y viceversa. Es una relación inclinada y lineal. Pero hay factores que la hacen desplazarse hacia arriba o hacia abajo. Los dos principales son las relaciones de cambio o, más simplemente, la variación en el precio internacional de las *commodities* y las variaciones en el índice comparativo de costo unitario del trabajo. En cuanto a los factores que influyen más, respectivamente, el equilibrio corriente y el equilibrio industrial, cuando caen los precios de las *commodities*, el equilibrio corriente sube, y viceversa; por otro lado, cuando sube el índice comparativo del costo unitario del trabajo en relación a los bienes comercializables no-*commodities*, el equilibrio industrial sube, y viceversa.

En la figura 2 tenemos el equilibrio corriente, el industrial y el precio de mercado del tipo de cambio. Ésta sigue la tendencia cíclica: se desprende violentamente en los momentos de crisis financiera, después se aprecia, cruza las líneas del equilibrio industrial y del equilibrio corriente, y permanece por algunos años en el área del déficit en cuenta corriente, hasta que el aumento de la deuda externa (o de la deuda interna de las empresas) cause nueva crisis financiera y la tasa de cambio vuelve a depreciarse. Cuando no hay enfermedad holandesa, el equilibrio industrial es igual al corriente; cuando existe, el equilibrio corriente será tanto más distante del equilibrio industrial cuanto más grave es la enfermedad holandesa, es decir, cuanto

FIGURA 1
DÉFICIT ENCUETRA CORRIENTE
Y TASA DE CAMBIO

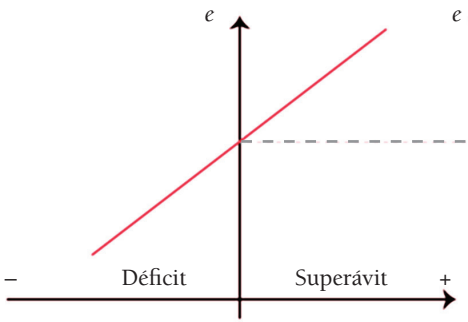
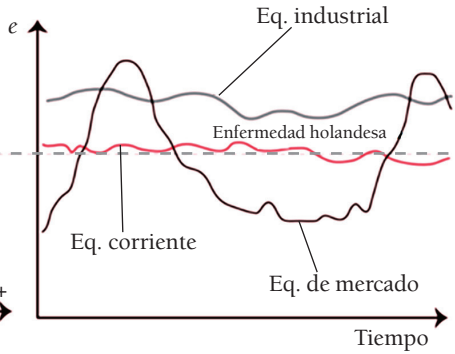


FIGURA 2
DOS ESEQUILIBRIOS
Y UNA TASA DE CAMBIO



más las rentas ricardianas (de un lado) y el *boom* de las *commodities* (del otro) hacen a dos valores más lejanos del otro. La distancia entre los dos equilibrios o valores es la enfermedad holandesa. Cuando, después de una crisis financiera en la que la tasa de cambio se depreció fuertemente, la tasa de cambio vuelve a apreciarse: primero la enfermedad holandesa la "tira" hasta el equilibrio corriente (que se determina por la rentabilidad de las materias primas); a continuación, desciende hasta abajo del equilibrio corriente, tirado por las tres políticas habituales, y el déficit en cuenta corriente que se va acumulando y aumentando la deuda externa, hasta que los financiadores externos pierden la confianza, se desencadena nueva crisis cambiaria y la moneda nacional vuelve a depreciarse fuertemente, completando el ciclo. La gráfica 2 muestra el tipo de cambio real siguiendo la tendencia cíclica que acabo de describir.

Los dos figuras están acopladas, el equilibrio corriente de la gráfica 1, en la cual no hay tiempo sino cantidades, correspondiendo aproximadamente al equilibrio corriente en cada momento del tiempo medido en la abscisión de la gráfica 2. Digo aproximadamente porque la línea del equilibrio corriente en el tiempo varía según la relación de intercambios del país y las variaciones en el índice comparativo de costo unitario del trabajo. De esta manera, para cada uno de estos puntos en la gráfica 2 hay, teóricamente, una línea de saldo en cuenta corriente (tipo de cambio).

EL NUEVO DESARROLLISMO Y DISTRIBUCIÓN

En la teoría económica existe un falso debate que se opone al modelo de crecimiento basado en las exportaciones y a los incrementos salariales para

centrarse en el mercado interno. De hecho, se puede tener una economía para el mercado interno y, por lo tanto, contar con el aumento de salarios para garantizar la demanda de las empresas. Sin embargo, esta estrategia sólo será posible si vamos a volver al modelo de sustitución de importaciones. Es decir, si tenemos que volver a tener altas tarifas de importación y reducir la apertura. El nuevo desarrollismo rechaza el liberalismo económico, en este sentido, no porque quieran cerrar las economías nacionales, sino porque quiere integrarse de manera competitiva y no subordinarse al sistema internacional. El país se integra de manera subordinada cuando acepta déficit en la cuenta corriente y la consiguiente ocupación del mercado interno por los grandes países;[10] se integra de forma competitiva cuando tiene un tipo de cambio competitivo y asegura la igualdad en las condiciones de competencia. La integración en cadenas de valor solo vale la pena si los países en desarrollo no se limitarán a la fase de producción intensiva en trabajo poco cualificado, y sólo se puede superar este límite si sus empresas cuentan con un tipo de cambio competitivo. El modelo de sustitución de importaciones sólo es eficaz en el inicio de la industrialización y por un breve periodo. Luego hay que abrir la economía y competir. Por último hay que recordar, que históricamente la estrategia impulsada por los salarios no ha cumplido con la reducción, sino más bien, con el aumento de las desigualdades. La de sus bajos salarios.

Es absurdo no aprovechar esta ventaja, especialmente porque —como hemos visto drásticamente en China— es a través de esta estrategia que los salarios comienzan a aumentar. En términos más generales, hay un gran error en relación con la distribución del ingreso entre los economistas del desarrollo y keynesianos. Se refiere a la reducción de las desigualdades, y esto es esencial. En la democracia, el desarrollismo debe ser de tipo social y ambiental. Debe ser social, no sólo por el bien de la justicia, sino también porque en una democracia los electores reclaman que no hay distribución. El problema es cómo hacerlo. No se debe hacer a través de un modelo dedicado a la creciente demanda por el aumento de los salarios, por encima de la productividad, debido a esto reduce la tasa de ganancia, las inversiones y el empleo, si no los resultados serán inflacionarios.

A nivel macroeconómico, la única política incuestionable es un intento de rebajar el nivel de las tasas de interés, porque mientras una tasa de ganancia satisfactoria es necesaria para que las empresas inviertan, las altas tasas de interés en torno al cual el banco central aplica su política moneta-

[10] Unilateral porque o país em desenvolvimento não tem condições de, como reciprocidade, ocupar o mercado dos países ricos com suas multinacionais. Esta reciprocidade só existe entre os países ricos.

ria, sólo es perjudicial para la inversión y el crecimiento. Entonces, ¿cuál debe ser la política distributiva del gobierno? Además de conseguir un salario mínimo decente, se debe considerar un amplio sistema de bienestar basado en garantizar derechos universales a la educación básica, la salud y una vejez digna, financiado por un sistema fiscal progresivo. La gran diferencia entre la distribución en los países escandinavos y Estados Unidos, entre los países más igualitarios y la más desigual entre los países ricos, no sucede antes de impuestos, pero sí después de ellos. En Estados Unidos el sistema fiscal progresivo creado por la administración democrática y de desarrollo del presidente Franklin Delano Roosevelt, fue desmantelada por el gobierno neoliberal del presidente Ronald Reagan, lo que hizo de Estados Unidos un país profundamente desigual y con una sociedad dividida.

Política macroeconómica

La nueva política macroeconómica desarrollista tiene como objetivo mantener "ciertos" los cinco precios macroeconómicos, porque el mercado no lo hace ni los garantiza, como lo podemos ver en las crisis económicas y financieras, de acuerdo con las definiciones dadas anteriormente. Los objetivos de la política macroeconómica son el pleno empleo y la estabilidad financiera y de precios. Para lograrlos, el nuevo desarrollismo no hace más que acrecentar la política monetaria y la política fiscal poskeynesiana. Sólo es importante señalar que la macroeconomía desarrollistas hace hincapié en la responsabilidad fiscal, es decir, el equilibrio en el gasto público a largo plazo, que debe observar un comportamiento contracíclico, y en el mantenimiento de la deuda pública a un nivel razonable. Para el nuevo desarrollismo, el déficit fiscal crónico es el populismo fiscal. La política de tipo de cambio que la ortodoxia liberal rechaza es fundamental para el nuevo desarrollismo. No defiende la guerra de divisas, pero sostiene que el tipo de cambio fluctúe alrededor de la balanza industrial. Para ello —para que las empresas productivas sean competentes—, la política de tipo de cambio debería neutralizar la enfermedad holandesa y, en términos generales, la tendencia a la sobrevaloración del tipo de cambio cíclico y crónico, que también se debe a las tres políticas habituales. Para neutralizar la enfermedad holandesa de manera completa, es esencial establecer un impuesto o retención de divisas para cambiar esa desventaja competitiva. Ese impuesto aumenta el valor del equilibrio corriente, es decir, las empresas con fines de costos más satisfactorios que participan en el comercio exterior, por lo que es igual a la de equilibrio industrial. Para evitar que el país incurra en un déficit en la cuenta corriente, el rechazo de las tres políticas habituales, en general, con

el apoyo de la ortodoxia liberal, debe ser clara y decisiva. Hay muchos objetivos de la política macroeconómica, pero se requiere que el operador de ella defina un único objetivo, y no serían metas de inflación o de crecimiento; pero los saldos de la cuenta corriente y la meta de equilibrio deberán ser cero, sino el país sufrirá de la enfermedad holandesa; y tendría que ser superavitario si la severidad de la enfermedad holandesa aparece, es decir, con mayor diferencia entre el saldo actual y el industrial.

El nuevo desarrollismo no es una política fiscal original. Rechaza el déficit crónico y adopta la teoría poskeynesiana. A corto plazo, la política fiscal debe ser estrictamente anticíclica; en el largo plazo tiene que fomentar el ahorro público, además de un déficit primario y no aumentar la relación de deuda pública/PIB, para financiar de manera satisfactoria las inversiones públicas, lo que debería ser, en principio, entre 20 y 25% de la inversión total. Para argumentar que no hay déficit y luego equilibrio o superávit en la cuenta corriente, la responsabilidad fiscal y la rendición de cuentas de autorrefuerzo es importante. Cuando el tipo de cambio es equilibrado y el país está llevando a cabo un superávit de cuenta corriente, tiende a ocurrir el fenómeno del doble déficit. Dado que el objetivo es un superávit en la cuenta corriente, también podría ser un superávit fiscal, pero en realidad un pequeño déficit público no aumenta la deuda pública/PIB, pues será aceptable.

El nuevo desarrollismo defiende una carga tributaria relativamente alta para financiar los grandes servicios sociales universales. No sólo porque estos grandes servicios son más justos, sino también porque son más económicos que aumentar los salarios. Se cree, sin embargo, que el aumento de la presión fiscal no debe ser el resultado del hecho consumado, pero la discusión será fruto de la negociación política. En las sociedades que asumen que son democráticas, el capitalismo no puede ser sólo del desarrollo, debe ser también social. Y hay un problema en el corto plazo: existe una relación inversa entre la tasa de cambio y los salarios reales. Debemos tener en cuenta que existe la misma relación de los ingresos de los rentistas: intereses, dividendos, rentas.

Cuando la tendencia a la sobrevaloración del tipo de cambio es cíclico y crónico se neutraliza, y los cinco precios macroeconómicos cuentan con certidumbre, la tasa de ganancia de las empresas no relacionadas con productos comercializables aumenta y caen los rendimientos en el corto plazo. Pero debemos aceptar este sacrificio en el corto plazo. Sin embargo, el nuevo desarrollismo es necesariamente social y, por tanto, aboga por la política activa de reducción de las desigualdades, las cuales, si se deja al mercado, tendrán costos sociales muy altos.

¿Qué políticas son ésas? La expansión fiscal no es una solución mágica a todos los problemas, pues hay mucho menos austeridad en todas las cir-

cunstancias, pero el aumento del gasto social del Estado y su financiación deben ser a través de un sistema fiscal progresivo. Lo que hace a las sociedades escandinavas más iguales que a Estados Unidos no son las políticas fiscales expansivas, sino su elevada carga tributaria con los impuestos progresivos.

Conclusión

Los primeros desarrollismos históricamente existentes, tanto el mercantilista como el bismarquiano, eran autoritarios. Lo mismo debe decirse del nacional-desarrollismo y del desarrollismo de Asia Oriental. El segundo desarrollismo, después de la Segunda Guerra Mundial, era democrático y social. Un tercer desarrollismo nace del gran fracaso económico y político de la globalización (dominio de las empresas multinacionales), la financiarización (dominancia adicional del sector financiero) y el neoliberalismo (liberalismo económico radical que interesa a los rentistas capitalistas). Además de garantizar el *catching* up de los países en desarrollo, la democracia y la reducción de las desigualdades, debe también proteger el medio ambiente.

¿Este tercer desarrollismo es posible? No puedo garantizarlo, pero no estoy dispuesto a aceptar la tesis pesimista de que el progreso o el desarrollo humano son meras ilusiones; no estaban aquí, no tienen ninguna razón de ser. Hay un gran pesimismo en los países ricos, porque los países en desarrollo compiten con ellos en la exportación de productos manufacturados desde 1970, y es cada vez más intensa. Para hacerles frente necesitan reducir los salarios en los países ricos, y sus elites económicas adoptan el neoliberalismo y proponen que la situación sea aún más precaria. Así vemos una verdadera lucha de clases, desde la alta hacia la baja, en que las elites neoliberales ejercen su poder económico y hegemonía ideológica agresiva. No se dan cuenta de que al hacerlo, añaden a la crisis económica una crisis política.

En cuanto a las elites económicas en los países en desarrollo, o son nacionales y desarrollistas, y están asociados con su pueblo; o son dependientes y liberales, y se asocian con las élites de los países ricos. Las elites de los países de Asia Oriental han adoptado la primera alternativa y se realizó el acercamiento; las elites latinoamericanas se quedaron con la segunda alternativa y sus países permanecen casi estancados, ya que los países ricos están casi en la misma situación.

El nuevo desarrollismo no es una nueva ortodoxia, se trata de un sistema teórico abierto en el que encajan muchas versiones. Tal vez sólo tres cosas

son esenciales para que alguien se sienta parte de ella: la idea del desarrollo como un cambio estructural, heredado del desarrollismo clásico; la tesis del crecimiento impulsado por la demanda, heredado de Keynes y Kalecki; y la tendencia a la sobrevaloración del tipo de cambio cíclico y crónico. El nuevo desarrollismo es o pretende ser una renovación del desarrollismo clásico de nuestros maestros comunes (Raúl Prebisch y Celso Furtado). Diverge en un punto: la política de crecimiento con ahorro externo; y propone una macroeconomía del desarrollo que explica lo que los economistas desarrollistas del pasado hacían para neutralizar la enfermedad holandesa y así neutralizar la desventaja competitiva grave que un tipo de cambio apreciado propicia en el largo plazo.

Bibliografía

Amsden, Alice H. (1989), *Asia's Next Giant, New* York, Oxford University Press.

Bresser-Pereira, Luiz C. (2008), "The Dutch disease and its neutralization, a Ricardian approach", en *Brazilian Journal of Political Economy,* 28(1), pp. 47-71.

Bresser-Pereira, Luiz C. (2009), *Globalização e Competição*, Rio de Janeiro, Elsevier-Campus.

Bresser-Pereira, Luiz C. (2016a), "Models of developmental state", *Texto para Discussão* EESP/FGV n. 426, setembro 2016, Disponível no website do autor, <www.bresserpereira.org.br>.

Bresser-Pereira, Luiz C. (2016b), "Democracy and development in pre-industrial countries", *Texto para Discussão* EESP/FGV 410, janeiro 2016.

Bresser-Pereira, Luiz C. y Fernando Rugitsky (2015), "Industrial policy and exchange rate skepticism", en *Department of Economics FEA/USP, Working Paper Series* 2016-08.

Bresser-Pereira, Luiz C.; André Nassif e Carmem Feijó (2016), "A reconstrução da indústria brasileira, a conexão entre o regime macroeconômico e a política industrial", *Revista de Economia Política*, 36(3), pp. 493-513.

Corden, W.M. and J.P. Neary (1982), "Booming sector and de-industrialization in a small open economy", en *Economic Journal*, 92(368), pp. 825-848.

Corden, W.M. and J.P. Neary (1984), "Booming sector and Dutch disease economics, survey and consolidation", *Oxford Economic Papers*, 36(3), 359-380.

Furtado, Celso (1961), *Desenvolvimento e Subdesenvolvimento*, Rio de Janeiro, Editora Fundo de Cultura, Nova edição, Centro Internacional Celso Furtado/Contraponto, 2009.

Hamilton, Alexander (1791 [2001]), *Report on Manufactures, relatório ao Congresso dos Estados Unidos em sua qualidade de Secretário do Tesouro,* Escaneado em janeiro de 2001 a partir de fontes primárias, <http://bit.ly/1FaVTTg>.

Hirschman, Albert O. (1981), "The rise and decline of development economics", in *Essays in Trespassing,* Nova York, Cambridge University Press, pp. 1-24.

Johnson, Chalmers (1982), *MITI and the Japanese Miracle*, Stanford, Stanford University Press, Kohlscheen.

Kohlscheen, Emanuel (2014), "Long-Run Determinants of the Brazilian Rea, a Closer Look at Commodities", *International Journal of Finance & Economics* 9 (4) outubro, pp. 239-250.

Krugman, Paul (1979), "A model of balance of payments crises", en *Journal of Money Credit and Banking,* 11(3), pp. 311-325.

Krugman, Paul (1999), "What happened to Asia?", in Ryuzo Sato, Rama V. Ramachandran, Kazuo Mino, *Global Competition and Integration*, Norwell, MA, Klwer Academic Press, pp. 315-327.

List, Friedrich (1846 [1986]), O Sistema Nacional de Economia Política, São Paulo, Editora Nova Cultural, Coleção Os Economistas, Publicação original em alemão, 1846.

Oreiro, José Luis (2016), Macroeconomia do Desenvolvimento, Uma Perspectiva Keynesiana, Rio de Janeiro, LTC.

Prebisch, Raúl (1949), "O desenvolvimento da América Latina e seus principais problemas", *Revista Brasileira de Economia*, 3(3) setembro 1949, pp. 47-111, Publicação original na introdução de Estudio Económico de la América Latina 1948 (Santiago de Chile, CEPAL, 1949).

Rosenstein-Rodan, Paul (1943), "Problems of industrialization in Eastern Europe and South-Eastern Europe", *Economic Journal*, 53, junho, pp. 202-211.

Wade, Robert (1990), Governing *the Market*, Princeton, Princeton University Press.

Alternancia política, estancamiento económico y proyecto nacional de desarrollo

Arturo Guillén*

Introducción

El presente capítulo tiene como objetivo principal exponer algunas ideas en torno a lo que podrían ser los ejes de un proyecto nacional alternativo de desarrollo orientado al crecimiento económico alto, durable y sustentable, y a la atención de las necesidades básicas de las grandes mayorías de la población. Se privilegia el análisis de lo que identifico como los "nudos críticos" o el corazón de la política macroeconómica neoliberal, a saber: las políticas monetarias, cambiarias, fiscales y salariales procíclicas y restrictivas.

En el apartado dos se hace un recuento sucinto de la política económica de los regímenes de la alternancia política (Fox y Calderón), la cual se diferencia poco de la seguida por las administraciones neoliberales priístas de De la Madrid, Salinas de Gortari y Zedillo. En el apartado tres se exponen elementos de carácter teórico del por qué las políticas neoliberales y, más en concreto, la apertura de la cuenta de capital y la financiarización que le acompaña, generan tendencias al estancamiento económico.

En el apartado cuatro se presentan lo que el autor considera serían los ejes centrales de un proyecto nacional alternativo de desarrollo, mientras en el cinco se pone el acento en las políticas macroeconómicas monetarias, cambiarias, fiscales y salariales compatibles con una estrategia centrada en el mercado interno y enfocada a alcanzar un alto crecimiento con equidad. En el apartado seis se centran los obstáculos para la puesta en marcha de una estrategia alternativa de desarrollo. Se postula que éstos son fundamentalmente políticos y de que en el marco actual de México, caracterizado por una transición democrática y un régimen político crecientemente plutocrático,

* Profesor-investigador del Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana-Iztapalapa.

solamente la movilización consciente y organizada de los amplios segmentos mayoritarios de la sociedad mexicana que no encuentran respuesta a sus demandas y aspiraciones dentro del *status quo*, creará las condiciones necesarias para la aplicación de un nuevo proyecto nacional de desarrollo. Finalmente, en el apartado siete se agrega un apéndice en donde se reflexiona brevemente sobre lo acontecido durante la administración de Enrique Peña Nieto y sobre las perspectivas para la introducción de una agenda de cambio.

La política económica bajo la alternancia panista

En el año 2000 concluyó la larga etapa de dominio y perpetuación del PRI como partido de Estado. Con la bandera del cambio, Vicente Fox —un ranchero locuaz y carismático, ex gerente de mercadotecnia de la Coca Cola, ex gobernador del estado de Guanajuato— llegó a la Presidencia de la República bajo las siglas del PAN y con el apoyo de algunos segmentos de la izquierda que llamaron a ejercer el llamado "voto útil", ante las escasas perspectivas de triunfo de Cuauhtémoc Cárdenas, candidato del PRD.

La alternancia electoral se dio con el beneplácito de amplios sectores de la población y la opinión pública internacional, incluyendo al gobierno de Estados Unidos, quien desde tiempo atrás propugnaba por un bipartidismo "a la yanqui" para México. Se consideraba que la derrota del PRI (al sacarlo de los Pinos) significaba la consolidación de la democracia y el fin del presidencialismo y del autoritarismo priísta. Algunos creían que la alternancia abría la posibilidad de la puesta en marcha de un nuevo modelo económico, lo cual había sido ofrecido por Fox durante su campaña electoral.

Poco tiempo tuvo que pasar para que las perspectivas de cambio democrático y de cambio del modelo económico se desvanecieran. El modelo neoliberal, el cual comenzó a aplicarse durante la administración de Miguel de la Madrid (1982-1988), no sólo se mantuvo con Fox y después con Felipe Calderón, sino que se profundizó con nuevas reformas. Las políticas monetaria y fiscal conservaron su carácter procíclico restrictivo, bajo los parámetros del Consenso de Washington, mientras que la transición democrática se frustró como lo evidenció —entre otros signos ominosos de antidemocracia— el "golpe de estado preventivo" de 2006, gestado desde el poder para impedir el ascenso al gobierno del candidato de la izquierda, Andrés Manuel López Obrador.

Los gobiernos de Vicente Fox (2000-2006) y Felipe Calderón (2006-2012), en vez de cambiar el modelo económico neoliberal, conservaron en la cúpula del sector hacendario-financiero del Estado a los mismos hombres

del salinismo y del zedillismo. Los mismos funcionarios, tecnócratas neoliberales educados en universidades estadounidenses, siguieron haciendo lo mismo y reproduciendo las políticas fundamentalistas de mercado. Se continuaron aplicando políticas monetarias y fiscales restrictivas de carácter procíclico, cuyo objetivo explícito es controlar la inflación, pero cuyo propósito implícito es favorecer la atracción de flujos externos de capital y complacer al capital financiero internacional con altas tasas de retorno; se continuó con una política cambiaria de "flotación administrada" de la moneda para asegurar la estabilidad del tipo de cambio.

Las políticas monetaria, cambiaria, fiscal y salarial restrictivas constituyen los "nudos críticos" de la política neoliberal, ya que son los que definen la inserción subordinada de México en la globalización y los que determinan la tendencia al estancamiento económico de nuestro sistema productivo, como se trata de explicar abajo.

La reforma neoliberal siguió adelante, tanto mediante la profundización de las llamadas "reformas de primera generación" como de las reformas de segunda generación", destinadas supuestamente a reforzar el marco institucional para el desarrollo. En materia de "reformas estructurales", durante los dos sexenios panista se efectuaron las siguientes acciones que confirman la adherencia del gobierno de México a los parámetros del Consenso de Washington:

1. Se conservó sin cambios la política comercial de apertura externa indiscriminada y sigue sin existir una política industrial digna de ese nombre; se piensa que el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) no debe revisarse. En su lugar, durante la administración foxista se propuso un TLCAN *plus* (convertido más tarde en Alianza para la Prosperidad y la Seguridad de América del Norte: ASPAN). A cambio de un plan migratorio lejano e insuficiente ofrecido por la administración de George W. Bush, se ofreció entregar al capital trasnacional —por la vía de la privatización formal o, paso a paso, por la vía de los hechos y al margen de la Constitución— el sector energético, además de comprometerse a apoyar y subordinarse a la política estadounidense de seguridad fronteriza y de lucha contra el terrorismo.
2. La apertura de la cuenta de capital y del sector financiero se mantiene sin restricciones, sin aplicar alguna forma de control o medidas de tasación fiscal a sus movimientos. Los flujos privados externos capital siguen siendo, junto con las remesas de trabajadores en el exterior, el principal mecanismo de financiamiento del desequilibrio externo; y se prosigue un endeudamiento acelerado tanto interno como externo, sin considerarse algún cambio en los esquemas de pago del servicio de

la deuda externa, ni una revisión de los onerosos programas de rescate de la banca, carretero, etcétera.

3. Se continuó con la política de privatización en el sector estratégico de la energía: generación y comercialización de energía eléctrica, explotación y distribución de gas, petroquímica. La apertura al capital privado por la vía de los hechos y de la concesión de ilegales contratos de servicios múltiples y otros mecanismos, ha proseguido sin pausa, a pesar de la derrota del proyecto privatizador de reforma de la Ley de Pemex durante el sexenio calderonista.
4. La privatización se extendió a otros bienes públicos fundamentales como el sistema de pensiones de los trabajadores del Estado pertenecientes al régimen del ISSSTE, a través de la creación del PENSIONISSSTE, así como la subrogación de los sistemas de salud y de las guarderías del Instituto Mexicano del Seguro Social.
5. Se preservó la independencia del Banco de México y se defendió su objetivo único de velar por el control de la inflación y la estabilidad monetaria, despreocupándose de su papel en el crecimiento y el empleo. Su "independencia" significa —en los hechos— que el banco central se encuentra más cerca del Departamento del Tesoro y de la Reserva Federal (FED) estadounidense, así como del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial, que del Estado mexicano. En tal virtud, la política monetaria está más enfocada a garantizar el flujo mundial de los capitales financieros globales que en promover el crecimiento, la inversión y el empleo internos.
6. Se aprobó en 2012 una reforma laboral, cuyos propósitos son "flexibilizar", es decir, *precarizar* más el mercado de trabajo, mediante el establecimiento de contratos a prueba, la institucionalización del trabajo temporal, la subcontratación (*outsourcing),* así como el cercenamiento de derechos y prestaciones de los trabajadores, mecanismos que ya se aplican en la práctica desde hace varios años.

La tendencia al estancamiento económico bajo los parámetros del Consenso de Washington

México ha sido un alumno consentido de Washington y de los organismos multilaterales —celosos guardianes de "ortodoxia convencional"— desde que decidió insertarse pasivamente en la globalización neoliberal, a raíz de la crisis de la deuda externa. En ese lapso, México se convirtió en una "potencia" exportadora y abrió su economía como ningún otro país del subcontinente: en 2008 el grado de apertura llegó al 55.5% del PIB, contra sólo

el 16.3% en 1981. Sin embargo, los resultados en materia de crecimiento y empleo han sido mediocres, mientras que el ingreso se concentró como nunca antes y proliferaron como los hongos la informalidad y la migración de mano de obra hacia Estados Unidos.

Durante el periodo 2000-2013, el crecimiento real del PIB y del PIB por habitante en México fue inferior al conseguido por la región latinoamericana en su conjunto, con excepción de los años 2000 y 2002 (gráficas 1 y 2).[1] Como ya es conocido, el crecimiento promedio del PIB durante las administraciones neoliberales (desde De la Madrid a la fecha) se queda muy atrás del conseguido en la etapa anterior de la sustitución de importaciones.

Los malos resultados en materia de crecimiento económico no pueden atribuirse solamente a errores de política económica o a una aplicación equivocada del modelo neoliberal, ya que otros países que se adhirieron a éste en los ochenta, como Argentina o Brasil, obtuvieron resultados semejantes, mientras se mantuvieron adheridos a las directrices del Consenso de Washington.

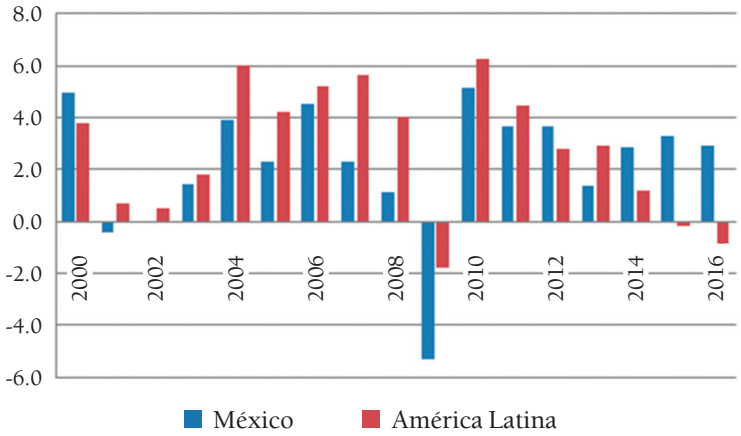
El modelo neoliberal (MN), el cual se sustenta financieramente en la apertura de la cuenta de capital y en la importación de flujos privados de capital exterior, tiende a generar, por su propia lógica, estancamiento económico. Paradójicamente, la apertura de la cuenta de capital fue ofrecida como la panacea para salir de la llamada "década perdida" y su secuela de estancamiento provocada por la renegociación ortodoxa de la deuda externa en los comienzos de los ochenta.

La tesis sobre el estancamiento no es nueva en América Latina. A mediados de la década de los sesenta Celso Furtado (1965) la propuso, al señalar los límites de la industrialización sustitutiva, cuando ésta entraba en lo que los estructuralistas identificaron como su "etapa difícil", caracterizada por una creciente producción de bienes de consumo duradero, bienes intermedios y bienes de capital. Furtado sostuvo que en esa etapa, la "restricción externa" se constituía en un límite para la prosecución de la acumulación de capital.

La explicación furtadiana del estancamiento no resulta suficiente para explicar el estancamiento latinoamericano de la hora presente. Si bien el modelo neoliberal no ha resuelto tampoco la "restricción externa" y ésta sigue siendo un obstáculo objetivo del crecimiento, el estancamiento actual tiene diferencias específicas respecto al MSI.

[1] A partir de 2013, la situación se invirtió y el producto nacional en México ha superado al conseguido por América Latina, pero esta situación se debió no tanto a un mejor comportamiento de la economía mexicana, sino al desplome de varios países latinoamericanos que entraron en recesión o desaceleraron en forma sensible su crecimiento, destacadamente Brasil, Argentina y Venezuela.

GRÁFICA 1
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB (%)



FUENTE: elaboración propia con datos de Cepalstat. <http://www.cepal.org/>.

GRÁFICA 2
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB PER CÁPITA (%)

FUENTE: elaboración propia con datos de Cepalstat. <http://www.cepal.org/>.

El estancamiento de nuestros días tiene más que ver con la apertura de la cuenta de capital y con la "financiarización" de la economía, no obstante que la entrada neta de capital extranjero reactiva en un primer momento la inversión y el crecimiento de las economías, sus efectos son magros y temporales. Se trata como ha planteado alguien, del "vuelo de la gallina", es decir, un vuelo corto y a ras de tierra. Está demostrado, tanto en los hechos como en la teoría, que las políticas neoliberales del Consenso de Washington

condujeron a México y a América Latina a un callejón sin salida de estancamiento, desigualdad y pobreza (Frrench Davis, 2005; Bresser-Pereira, 2007). El ingreso de ahorro externo (en gran medida especulativo) no crea condiciones para un crecimiento durable de las economías. La apertura irrestrictita e indiscriminada de la cuenta de capitales, más que provocar un incremento de la inversión como lo postula la teoría estándar, desplaza el ahorro externo hacia el consumo privado, lo que impide que la reactivación se sostenga.

El influjo de ahorro externo provoca, por un lado, el incremento del déficit en cuenta corriente por las crecientes importaciones derivadas del aumento del consumo privado, la mayor concentración del ingreso y la ruptura de las cadenas productivas internas. Por el otro lado, induce a un creciente endeudamiento externo de los agentes económicos.

El MN no ha permitido elevar sustancialmente la tasa de inversión y, por ende, los niveles de empleo en la economía formal. Al comparar el periodo 1983-1991 con 1991-1998, Frrench Davis (2005:69) encuentra que mientras el ahorro externo utilizado (flujos netos de capital del exterior menos acumulación de reservas) en América Latina aumentó 2.4 puntos porcentuales del PIB, el coeficiente de inversión creció apenas 0.8 puntos. En México, la tasa de inversión bruta se mantuvo durante 1982-2006 en un promedio de 19.5%, superior a las mediocres cifras de la *década perdida,* pero inferior a las alcanzadas durante los setenta (Ortiz, 2010). En Argentina, la tasa de inversión bruta en el periodo neoliberal, anterior a los Kirchner, se movió en niveles parecidos.

El MN se sustenta en dos pilares básicos: una política monetaria y fiscal, restrictiva y procíclica, y un tipo de cambio sobrevaluado. Las políticas restrictivas enmarcadas en objetivos antiinflacionarios, han sido una condición para atraer flujos privados de capital del exterior y evitar la fuga de capitales. La entrada de capitales, a su vez, provoca la sobrevaluación persistente de la moneda, lo que tiene un impacto desfavorable en el crecimiento económico y en la creación de empleos.

El crecimiento sustentado en el ahorro externo, como el que se promueve por el Consenso de Washington, resulta efímero y, por tanto, no sostenible. El ingreso de capitales del exterior, en el marco de políticas procíclicas, puede tener temporalmente un efecto positivo en el crecimiento económico, pero no crea las condiciones para una expansión alta y perdurable, aspecto fundamental en cualquier política auténtica de desarrollo. En efecto, la reactivación de los flujos externos de capital generalmente ocurre después de un periodo de crisis cíclica, en el cual existe un alto margen de capacidad productiva ociosa. El ingreso de capitales produce un efecto reactivador en la demanda agregada, sobretodo del consumo privado (acicateado, además, por la tendencia a la concentración del ingreso). El PIB real crece, pero lo hace

por debajo de la oferta potencial, la cual está definida por la capacidad productiva instalada. De allí que el efecto de ese crecimiento en la tasa de inversión sea marginal. Al mismo tiempo, como se ha dicho, crecen las importaciones de bienes de consumo de lujo y las importaciones de insumos, y con ellas el déficit en cuenta corriente financiado por el superávit de la cuenta de capital.

Pero justamente en ese punto se detienen los efectos "virtuosos" del crecimiento económico sustentado en el ahorro externo. Como afirma Frrench Davis (2005:70), "al completarse la reactivación, alcanzándose la frontera productiva, cualquier demanda agregada adicional requerirá nueva capacidad productiva para satisfacerla y, por consiguiente, de nueva inversión para generarla". En otras palabras, en esa fase del ciclo, sostener el crecimiento implicaría incrementar sustancialmente la tasa de inversión, sin embargo ello no sucede.

El ingreso neto de capital externo provoca un desplazamiento del ahorro interno hacia el gasto, el consumo privado y el ahorro financiero, más que un crecimiento de la tasa de inversión. Al mismo tiempo genera la apreciación de la moneda, fomenta la especulación en los mercados de valores e incrementa el endeudamiento externo de los agentes, creando de esa forma condiciones para una crisis financiera.

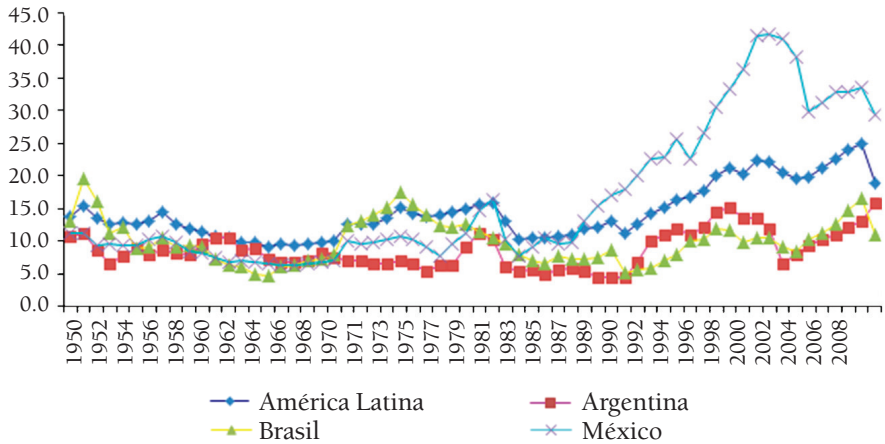
La crisis mexicana de 1994-1995 (como después la asiática, la rusa, la brasileña y la argentina), demostraron que cuando los operadores financieros globalizados consideran que los desequilibrios provocados en gran medida por la propia operación de los capitales que representan ya no son sostenibles, inician los ataques especulativos sobre las monedas y provocan la estampida de los capitales. Como he señalado en otro trabajo (Guillén, 2007a: capítulo VIII), el efecto desequilibrador de los flujos externos de capital sobre variables económicas claves se presenta, tanto en la fase anterior a la crisis financiera como al precipitarse ésta.

En el periodo anterior al estallido de una crisis, cuando el ingreso de capital especulativo es intenso, éste genera —como dije arriba— sobrevaluación de la moneda, aumento del déficit externo, sobreendeudamiento, etc. En otras palabras, el ingreso de capital afecta los "fundamentales" de la economía, pero en un sentido negativo. Una vez que irrumpe la crisis, se producen los efectos contrarios. La estampida de los capitales hacia otros mercados precipita la devaluación abrupta de la moneda, el derrumbe de los precios de los activos financieros e inmobiliarios, la contracción del crédito y demás efectos deflacionarios que acompañan a todas las crisis financieras importantes.

La economía mexicana carece de motor interno. Bajo el modelo exportador neoliberal, el dinamismo de la economía depende casi enteramente

de la demanda externa, la cual descansa de manera excesiva en el mercado estadounidense a donde se dirigen el 80% de las ventas externas. El sector exportador está poco diversificado y se restringe a unas cuantas empresas y ramas. La mitad de las exportaciones son generadas por las maquilas. Los nexos del sector exportador con el resto del sistema productivo son nulos o escasos. Se trata de un patrón de acumulación altamente dependiente de las importaciones, lo que le resta capacidad dinámica y se constituye en un límite a su propia reproducción. México es la economía latinoamericana más abierta y más dependiente de las importaciones. El coeficiente de importaciones ha crecido aceleradamente con el MN, pero principalmente después de la entrada en vigor del TLCAN (gráfica 3).

GRÁFICA 3
COEFICIENTE DE IMPORTACIONES DE AMÉRICA LATINA
(1950-2009)



FUENTE: CEPAL. Estadísticas Económicas de América Latina. <http://www.cepal.org/>.

El sector exportador mexicano depende cada vez más de las importaciones de insumos, por lo que debe financiar crecientemente su reproducción con otras fuentes de divisas, como las exportaciones de petróleo o las remesas de trabajadores migrantes. Las importaciones asociadas a las exportaciones no petroleras pasaron del 57.4% en 1995 al 63.7% en 2004 (Vidal, 2008:74). Es claro entonces, que el dinamismo de la economía mexicana depende altamente del ciclo estadounidense, no sólo en lo que se refiere a las exportaciones manufactureras, sino también por lo que respecta a las remesas e ingresos petroleros. El sector exportador opera como un enclave, muy al estilo del sector agro-minero durante el modelo primario-exportador (1850-1930).

Existen otras restricciones en el sector financiero que agravan la tendencia al estancamiento. México tiene una banca comercial cuya contribución al proceso de inversión es casi nula, así como una banca de desarrollo en ruinas y en proceso de liquidación por parte de los neoliberales que dirigen la economía. La banca comercial en manos del capital extranjero —quien controla más del 80% de los recursos de la misma—, es una banca que no da crédito a las actividades productivas y que se ha enfocado principalmente a financiar el consumo de los grupos de altos ingresos.[2]

En resumen, el MN no ha permitido a México abrir una nueva vía al desarrollo económico-social, sino, en muchos sentidos, representa una regresión histórica, una desviación del camino del desarrollo. Los propulsores del Consenso de Washington sostenían que la reforma neoliberal permitiría recuperar el crecimiento y que con el tiempo éste "gotearía" al conjunto de la población. Los resultados obtenidos demuestran la futilidad de esperar el desarrollo con sólo confiar en el mercado, en la apertura de la economía y en la privatización de los bienes públicos. El MN ha sido la expresión de lo que Furtado llamaba el "mal desarrollo". Se ha caracterizado por el estancamiento crónico y la profundización de la heterogeneidad estructural con toda su cauda de informalidad y pobreza acrecentada.

Ejes centrales de un proyecto alternativo de desarrollo

La estrategia económica de México reclama, desde hace mucho tiempo, cambios de fondo no sólo de forma. Se requiere de un nuevo proyecto nacional de desarrollo, no de meros ajustes al modelo neoliberal vigente, el cual ha demostrado fehacientemente su incapacidad para asegurar el desarrollo económico del país y resolver los acuciantes problemas sociales. La cantaleta neoliberal de que es necesario acelerar las reformas estructurales para alcanzar una recuperación sostenible es una engañifa y una estrategia para mantener a nuestro país aherrojado en un modelo fundamentalista de mercado agotado.

Los ejes básicos de un nuevo proyecto nacional serían en mi opinión:

- La consecución de una tasa de crecimiento del producto nacional alta, duradera y sustentable, que permita elevar los niveles de empleo formal, así como reducir sustancialmente el desempleo, el subempleo y la migración internacional de la fuerza de trabajo.

[2] En México, la participación del consumo privado en el PIB aumentó del 65 al 70% del PIB entre 1980 y 2007 (Ibarra, 2009:17).

- Revertir el proceso de concentración del ingreso y el deterioro de los ingresos y de los salarios reales, así como eliminar la pobreza.
- La satisfacción de las necesidades básicas de la población en materia de alimentación, educación, salud y vivienda.
- La construcción de un sistema productivo y financiero más eficiente, menos dependiente del exterior, y más articulado.
- Retomar el mercado interno como el centro dinámico de la economía, sin descuidar la competitividad externa y la importancia de exportar.
- Recuperar los espacios de soberanía política y económica perdidos con la reforma neoliberal.
- Hacer descansar el financiamiento del desarrollo en el ahorro interno, movilizar el excedente económico y reducir el peso del servicio de la deuda externa e interna.

En el centro del proyecto nacional debería estar el objetivo del *desarrollo,* la cual se abandonó durante las más de tres "décadas perdidas" del neoliberalismo y de las ilusiones interesadas sobre las virtudes del mercado libre.

El desarrollo es un proceso multidimensional que abarca y atraviesa la economía, la sociedad, la política y la cultura. Por ello, no puede ser alcanzado mediante la acción espontánea y exclusiva del mercado, sino que es el resultado de un proyecto nacional, de un proyecto social y político que permita la transformación estructural del sistema productivo, el mejoramiento cualitativo de la sociedad y la preservación de la identidad cultural de la nación. Por ello, también el papel económico de un Estado auténticamente democrático debe ser revalorado.

El modelo económico tiene que cambiar su eje de la lógica de los *medios,* es decir, de la acumulación de capital a la lógica de los *fines (*Furtado, 1998). El paso de una estrategia de desarrollo basada en la lógica de la acumulación de capital a otra fundada en los fines y en la satisfacción de las necesidades sociales, es todo menos fácil. Por un tiempo quizás largo, coexistirán dos lógicas contradictorias: la lógica de la acumulación capitalista y de la ganancia, junto y frente a la lógica del desarrollo nacional y de las necesidades sociales (Aguilar, 1999). Tampoco se alcanzará el desarrollo si en aras de conciliar la producción con la protección de la naturaleza se abandona el objetivo de crecimiento, el cual es un prerrequisito indispensable del desarrollo. La preservación del medio ambiente debe, por supuesto, ocupar un lugar en la estrategia de desarrollo, pero sin renunciar al crecimiento como lo proponen las teorías del poscrecimiento y de las "alternativas al desarrollo" (Grupo Permanente de Trabajo sobre Alternativas al Desarrollo, 2012). La solución no es dejar de crecer —romper con la tesis marxista de la determinancia del desarrollo de las fuerzas productivas— sino en todo caso, *cómo* crecer, *con*

cuáles técnicas de producción, *con cuáles* modos de consumo, *en qué* actividades.

El éxito de un proyecto nacional de desarrollo alternativo reclama la construcción de una democracia avanzada, de un sistema político en donde el pueblo se organice por su propia cuenta y participe activamente en las decisiones, y donde aquella no se reduzca a ser un mero protocolo electoral, dominado por los dueños del dinero.

La economía mexicana, como se dijo antes, carece de motor interno. Es falsa la visión oficial en el sentido de que la recuperación se consolidará solamente si se concretan las llamadas reformas estructurales (reforma eléctrica, reforma energética, reforma fiscal y reforma laboral), las cuales no se traducirían en una expansión significativa del aparato productivo, aunque sí implicarían una pérdida irreparable de lo poco que queda del patrimonio nacional y una *precarización* aún mayor del mercado de trabajo.

La estrategia exportadora unilateral seguida bajo el modelo neoliberal no podrá sacar a México del subdesarrollo, ya que no imprime dinamismo al conjunto de la economía, desarticula y hace más vulnerable el sistema productivo, y reproduce la concentración de la renta y la exclusión social.

Para los países de gran dimensión geográfica y fuerte heterogeneidad estructural como México, Brasil o Argentina, no existe otra alternativa que la de reconvertir al mercado interno en el centro dinámico del sistema productivo y en el dinamo de la economía. Al situar al mercado interno en el centro de la estrategia de desarrollo, no se trata de volver atrás y de reeditar las condiciones —tarea imposible, por otro lado— que hicieron posible el modelo de sustitución de importaciones. Se trata, más bien, de aplicar una estrategia dual que combine el fomento de las exportaciones y la búsqueda de mercados externos con la sustitución de importaciones y el desarrollo del mercado interno. En última instancia, su objetivo sería crear una base endógena de acumulación de capital, capaz de estimular la creación, asimilación y difusión de los avances tecnológicos. El fomento de las exportaciones sería un objetivo subordinado de la política de desarrollo.

Sin desconocer la importancia de contar con un sector exportador eficiente, en la estrategia de cambio estructural deberá privilegiarse el restablecimiento de las cadenas productivas internas, el redespliegue de procesos de sustitución de importaciones, así como la recuperación de la soberanía energética. Se requiere, asimismo, de la reorganización de las economías campesinas, lo que incluye el diseño y aplicación de programas de autosuficiencia alimentaria. Una estrategia de ese tipo sólo es factible si se aplica una política industrial y una política agropecuaria activa y planeada. Ello implica por fuerza revisar la apertura comercial y el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). Particular importancia reviste la revisión

del capítulo XI de este tratado, el cual impide la aplicación de cualquier norma de comportamiento a las empresas transnacionales, lo que imposibilita cualquier tentativa de diseñar y ejecutar una política industrial. Sería necesario, asimismo, una renegociación a fondo del capítulo agropecuario, con el fin de avanzar en los objetivos estratégicos de la autosuficiencia alimentaria y de la reorganización de la economía campesina.

Una nueva estrategia basada en el crecimiento durable de la economía y del empleo, no resolverá en el corto plazo la tendencia estructural al desequilibrio externo, ya que ésta es una manifestación de la desarticulación y extroversión del sistema productivo (Noyola, 1954). Sin embargo, el déficit en cuenta corriente sería decreciente y manejable si se sustituyen importaciones, se elimina la sobrevaluación de la moneda, se financia el desarrollo con ahorro interno y se reduce el servicio de la deuda externa.

En otras palabras, uno de los objetivos centrales de un proyecto alternativo de nación no puede ser otro que la creación de una base endógena de acumulación de capital y de un sistema productivo más integrado, ya que sin su consecución no puede haber desarrollo económico.

Una estrategia de ese tipo no implica voltear la cara a la globalización y aislarse de la misma. En realidad, México y América Latina siempre se han desenvuelto en el marco de una economía-mundo. El problema no es la globalización en sí misma, sino la forma en que cada país se inserta en ella. Como afirma Ferrer (2007:434):

> El orden global proporciona un marco de referencia para el desarrollo de cada país. Pero la forma de inserción en su contexto externo depende, en primer lugar, de factores endógenos, propios de la realidad interna del mismo país. La historia del desarrollo económico de los países puede relatarse en torno a la calidad de las respuestas a los desafíos y oportunidades de la cambiante globalización a lo largo del tiempo.

La calidad de la respuesta depende de la existencia de un proyecto nacional, como lo demuestran los casos exitosos de China y de Corea del Sur. La respuesta en el caso mexicano ha sido mala, en la medida de que se ha tratado de una inserción pasiva y subordinada, determinada por intereses ajenos a las necesidades nacionales y populares.

"Nudos críticos" de un proyecto nacional alternativo

La experiencia reciente de América Latina revela que no basta con que la izquierda logre conquistar el gobierno y comience a aplicar medidas de po-

lítica económica y de política social favorables a los grupos más desprotegidos de la población, sino que es necesario avanzar en el desmontaje del andamiaje construido a lo largo de tres décadas por los grupos de poder favorecidos por la globalización neoliberal. En este capítulo postulo que difícilmente podrá superarse la situación de estancamiento que prevalece en México y en otros países de América Latina si no se modifican los "nudos críticos" de la política económica neoliberal, a saber: las políticas monetarias, cambiarias y fiscales restrictivas, así como las tendencias estructurales a la concentración del ingreso y de la riqueza.

Redistribuir el ingreso desde el comienzo, no sólo como resultado del crecimiento económico

La concentración del ingreso y de la riqueza es un rasgo estructural que se ha reproducido y perpetuado en los distintos modelos de desarrollo por los que ha atravesado México, al igual que la mayoría de los países latinoamericanos y del Caribe. Desde la Colonia, el Barón de Humboldt describió a México como el país de la desigualdad.

La concentración de la renta en manos de unos cuantos multimillonarios que se han enriquecido con el neoliberalismo, es evidente en la mayoría de los países latinoamericanos, pero especialmente aguda en los más grandes: Brasil, México y Argentina.

CUADRO 1
COEFICIENTE GINI

	1970	*1980*	*1990*	*1995*	*2000*	*2007*
América Latina	48.4	50.8	52.2	N/D	N/D	N/D
México	56.7	51.8	54.9	53.4	54.6	48.1
Brasil	57.4	N/D	57.3	59.4	59.3	55.0
Argentina	42.5	N/D	50.1	48.2	52.2	50.0
Chile	50.3	N/D	55.1	56.1	57.1	52.0

FUENTE: Neffa y Boyer (2007) y ONU, Indicadores de Desarrollo Humano, varios años.

De hecho, durante las últimas tres décadas el ingreso se ha concentrado en prácticamente todos los países, incluidos los países desarrollados. Como plantea Harvey (2005), el neoliberalismo ha sido un instrumento fundamental para la restauración y recomposición de los grupos en el poder, en detrimento de los trabajadores y otros grupos sociales subordinados.

Sin equidad social, no puede haber ni libertad ni democracia. Como bien apunta Wallerstein (2003:237):

> Nadie puede ser "libre" para elegir, si sus elecciones están constreñidas por una posición desigual. Y nadie puede ser "igual", si él o ella no tienen el grado de libertad que otros tienen, esto es si no gozan de los mismos derechos políticos y el mismo grado de participación en las decisiones reales.

La concentración del ingreso debe ser revertida tanto por razones económicas, con el objeto de validar una estrategia de desarrollo centrada en el mercado interno, como también por razones sociales y políticas, por los riesgos de descomposición social y de ingobernabilidad que provoca la desigualdad.

La persistencia de la concentración del ingreso condiciona la existencia de patrones de consumo suntuario que no se corresponden con el grado de desarrollo alcanzado por las fuerzas productivas; configura un sistema productivo funcional con esos patrones; implica la desviación del excedente económico hacia fines distintos a la acumulación de capital; y al limitar el aumento o reducir los ingresos reales de los trabajadores y de las grandes mayorías, traba el crecimiento del mercado interno y fortalece las tendencias al estancamiento de la economía.

La causa última de la concentración del ingreso en los países de las periferias es la existencia de una oferta ilimitada de mano de obra en el sector de subsistencia, lo que impide el aumento de los salarios reales en el sector moderno. El MN reprodujo la heterogeneidad estructural y la dependencia externa, así como las tendencias a la concentración del ingreso. En efecto, la inserción pasiva en la globalización agravó y volvió más compleja la heterogeneidad estructural del sistema productivo y de la estructura social, lo que empeoró las ya de por sí abismales disparidades de ingresos. En otro texto (Guillén, 2007b), he planteado que en el caso de México, el MN ha significado la constitución de un sistema productivo más desarticulado y vulnerable que el que prevaleció durante el MSI. El sector exportador, que es el eje dinámico del nuevo modelo, se encuentra separado del resto del sistema productivo, siendo incapaz de arrastrar al conjunto de la economía y de irradiar el progreso técnico al resto del sistema.

La *heterogeneidad estructural* en vez de atenuarse, se ha reproducido en forma ampliada, haciendo más complejas las relaciones entre el sector "moderno" y el sector "atrasado". Han cobrado fuerza inusual fenómenos como la informalidad y la migración hacia Estados Unidos. En lugar de producirse la creación de empleos de "mayor calidad", como lo supone la teoría estándar, ha habido una expansión sin precedente de la economía informal y una cre-

ciente "informalización" del sector formal de la economía. Además, se ha registrado un escaso dinamismo en la creación de empleos en la economía formal.

La debilidad del mercado de trabajo está vinculada con los bajos niveles de inversión y con factores diversos que traban ésta, entre los que destacan: la baja capacidad de arrastre del sector exportador; el comportamiento de la inversión extranjera directa (IED), donde ha predominado la compra de pasivos existentes dentro de los flujos de IED totales; la aplicación de políticas monetarias y fiscales restrictivas; el peso del endeudamiento externo e interno en el gasto y la inversión públicas; así como las crisis recurrentes (1982-1983, 1987, 1994-1995) vinculadas con la apertura y desregulación financiera.

El escaso dinamismo del mercado de trabajo, así como la expansión de la economía informal, han sido elementos de primer orden en el aumento de la pobreza. El excedente estructural de mano de obra constituye el marco objetivo que determina el bajo nivel de los salarios reales. La economía informal no sólo es un refugio de quienes no encuentran un lugar en la economía formal, sino que constituye también el piso del valor de la fuerza de trabajo. Este proceso bajista de los salarios reales se ve reforzado por factores institucionales como la existencia de *topes salariales*, los menores niveles de sindicalización y organización de los trabajadores y la poca disposición de éstos a luchar por mejoras en sus condiciones, debido a la inseguridad en los empleos y el temor a perderlos.

La creación de empleos de calidad sería un objetivo central sino que el principal, de un proyecto nacional alternativo de desarrollo. Se requieren enormes esfuerzos de inversión, no sólo para absorber a la mano de obra que llega a la edad de trabajar, sino para reducir de manera persistente el desempleo y la economía informal.

La única manera efectiva de redistribuir el ingreso es mediante un crecimiento sustancial y perdurable de la tasa de inversión, que absorba de manera paulatina pero persistente, el excedente estructural de mano de obra que pulula en las grandes ciudades.

Resulta indispensable que la tasa de crecimiento del empleo en el sector formal sea más alta que la de la población económicamente activa (Rodríguez, 1998), lo cual implica un aumento sustancial de la tasa de inversión.

Una estrategia alternativa de desarrollo centrada en el empleo reclamaría, entre otras cosas: una relación distinta entre mercado y Estado; una profunda reforma fiscal que redistribuya el ingreso hacia los grupos más desfavorecidos; y, sobretodo, la aplicación de políticas monetarias, cambiarias, fiscales y salariales orientadas al crecimiento; así como una revisión a

fondo de los esquemas de pago del servicio de la deuda, tanto con los acreedores externos como los internos, asuntos de los que me ocuparé ahora.

Aplicar políticas monetarias, cambiarias y fiscales y salariales compatibles con el crecimiento económico y la generación de empleos

• *Política monetaria*

A lo largo de todo el periodo neoliberal ha prevalecido en México una política monetaria restrictiva de carácter *procíclico*. Es decir, la tasa de interés sube durante las fases recesivas del ciclo con el propósito de evitar, dentro de un mundo de finanzas globalizadas, la fuga de capitales de los países de la periferia y estimular la atracción de capitales desde los centros. En las fases de "auge", aunque bajan las tasas de interés nominales, las tasas reales se conservan en niveles altos, superiores a los prevalecientes en los países del centro, mientras que las monedas se aprecian por el influjo de capitales. Es claro que una situación de esta naturaleza lesiona al capital que opera en la esfera productiva y entra en contradicción con cualquier propósito de fortalecer el mercado interno.

Enmarcada en objetivos antiinflacionarios, esta política monetaria restrictiva ha sido una condición para atraer flujos privados de capital del exterior. En el contexto actual de apertura comercial y financiera, la política monetaria es un instrumento que favorece los intereses del capital financiero internacional y la concentración del ingreso en unos cuantos rentistas nacionales y extranjeros.

La entrada neta de capitales del exterior ha provocado la sobrevaluación persistente de la moneda a pesar de la existencia de un régimen de flotación "libre". Tasas de interés reales altas y tipo de cambio sobrevaluado se convierten así en el tributo indispensable que reclaman los capitales externos para ingresar al país, lo que, sin embargo, tiene un impacto desfavorable —como ya se dijo— en el crecimiento económico y en la creación de empleos.

Es urgente modificar de raíz la política monetaria restrictiva y sustituirla por una política *contracíclica* responsable, orientada al crecimiento económico y al empleo, sin descuidar la estabilidad financiera. Como lo demuestra la experiencia reciente de América Latina, dichas políticas restrictivas y procíclicas son insostenibles, ya que las sobrevaluaciones persistentes, combinadas con altos niveles de endeudamiento externo, conducen tarde o temprano a crisis del sector externo con secuelas negativas en la economía real.

Particular importancia reviste recuperar soberanía monetaria. A raíz de la crisis de 1994-1995, el sistema financiero fue entregado al capital extranjero, el cual controla más del 80% de los recursos de la banca comercial.

Un peligro quizá mayor que la extranjerización de la banca comercial lo constituye la "independencia" de los bancos centrales. Esa contrarreforma —la que pretendidamente daría autonomía técnica al banco central para despojarlo de cualquier "utilización indebida de parte de intereses políticos" y para evitar el "populismo"—, constituye un candado formidable para la continuidad de las reformas neoliberales. Al dejar los bancos centrales de ser una instancia del Poder Ejecutivo, dejaron de ser, de hecho, parte del Estado nacional, para convertirse en prolongaciones del poder del Consenso de Washington (que no es otro que el poder del centro hegemónico), ejercido por intermedio de los organismos multilaterales, así como por el Departamento del Tesoro y la Reserva Federal estadounidenses.

Es indispensable recuperar el control estatal del Banco de México, abolir su autonomía mediante una reforma constitucional que incorpore entre sus funciones el objetivo dual de preservar la estabilidad de precios y de la moneda, así como coadyuvar al crecimiento económico y al empleo, como sucede con un buen número de bancos centrales en el mundo Y si lo que interesa es fortalecer la democracia, cabría la pregunta ¿quién elige, quién vota, quién vigila y quién exige cuentas a los gobernadores de los bancos centrales? Porque bien o mal, populistas o no, los gobiernos federal y locales tienen que pasar —al menos— la prueba de las urnas.

Fin del "populismo cambiario"

La definición del régimen cambiario es fundamental en el trazo de un proyecto nacional de desarrollo. Se requiere de una política cambiaria realista que coadyuve al objetivo de alcanzar un crecimiento alto y durable con creación dinámica de empleos. Es decir, un tipo de cambio que estimule a las exportaciones, frene las importaciones y haga factible su sustitución. Para ello (como se dijo arriba), la política monetaria debe dejar de jugar, en la medida de lo posible, el papel de mecanismo único de estabilización del tipo de cambio y de los precios, lo que se ha traducido en una sobrevaluación pronunciada del peso mexicano.

Dejar que el peso se siga sobrevaluando al amparo de la tesis de que no puede hacerse nada frente a las leyes del mercado, es abonar el terreno para una crisis financiera futura, lo que daría al traste con cualquier idea de crecimiento sostenido con estabilidad. Se podría argüir que la acumulación presente de altas reservas (que alcanzan a la fecha 125 mil millones de dólares) es un dique contra cualquier posibilidad de crisis financiera. Hay algo de

cierto en ello. Pero ello no quiere decir que tales reservas sean un valladar infranqueable en una situación de continuidad de la crisis global y de incertidumbre como la que se vive en la actualidad, ni que dichas reservas no tengan un alto costo para la economía nacional. Las altas reservas además son el resultado de la restricción monetaria y de la apertura irrestricta de la cuenta de capital, lo que genera tendencias al estancamiento económico, vía sobrevaluación cambiaria, tasas de interés reales inhibidoras de la inversión y desplazamiento del ahorro interno.

Los tecnócratas neoliberales tan reacios al populismo, deberían admitir que su política cambiaria es populista, ya que bajo el neoliberalismo no existe una mercancía más subsidiada que el dólar. Es hora ya de enterrar el "populismo cambiario" que se inaugura con el *Pacto* en la época de Salinas de Gortari y que sobrevive en estos tiempos, el cual es el resultado de la observancia "fanática" e interesada de políticas monetarias y fiscales restrictivas.

El establecimiento de un tipo de cambio realista y competitivo evitaría un crecimiento inmanejable del déficit en la cuenta corriente. En el mediano y largo plazo, la corrección del desequilibrio externo dependería de la aplicación de una política industrial y agropecuaria que permita la construcción de un sistema productivo más articulado y coherente.

Con la aplicación de una política de tipo de cambio realista y competitivo, la lógica del modelo económico pasaría del predominio de los intereses del capital rentista y especulativo a la preeminencia de los intereses nacionales y populares.

• Política fiscal

En otro trabajo (Guillén, 2000) he insistido en que el retorno a un sendero de crecimiento alto y durable sólo puede provenir del gasto público y del impulso que éste genere en la demanda agregada. La concreción de esta política requiere abandonar el mito neoliberal del equilibrio fiscal —y de su hermano gemelo: el superávit primario—, el cual hunde al Estado mexicano en la inacción y en el deterioro de los activos estatales, lo cual es pretexto, además, para justificar su privatización y su traslado al dominio de las transnacionales.

Es necesario sustituir el concepto de equilibrio por el de "déficit presupuestal autofinanciable". Si éste se invierte en proyectos productivos, retornará en forma de mayores ingresos fiscales. No se trata de aplicar políticas fiscales irresponsables basadas en el endeudamiento, sino de detonar el crecimiento y el empleo reorientando el gasto público de lo financiero a lo productivo. El financiamiento del desarrollo, por el contrario, descansaría

en el ahorro interno, sin contratar nuevo endeudamiento externo y mediante la revisión de los esquemas de servicio de la deuda externa e interna.

En un país con niveles tan altos de concentración del ingreso, resulta urgente una reforma fiscal redistributiva basada en la supresión de los privilegios fiscales a las grandes empresas, en impuestos progresivos a la riqueza y al ingreso, incluyendo la tasación de las rentas financieras, así como del establecimiento de tributos a la entrada y salida de flujos especulativos de cartera.

- Política salarial

Los trabajadores asalariados han sido uno de los sectores más castigados por la crisis y por la aplicación de políticas neoliberales. El deterioro de los salarios reales ha sido un fenómeno persistente durante las últimas tres décadas. Salvo en algunos periodos muy breves de recuperación, la tendencia al deterioro se ha mantenido hasta la fecha. Los *topes salariales* comenzaron durante el régimen de José López Portillo (1976–1982) después de la firma del primer acuerdo de estabilización con el FMI a raíz de la devaluación de 1976. Sin embargo, el comienzo del declive de los salarios reales se ubica en 1982 con la irrupción de la crisis de la deuda externa. Entre 1980-2000 el salario mínimo perdió el 68% de su poder adquisitivo, mientras que los salarios contractuales registraron una baja del 52% (Soria, 2006). Durante el primer decenio del siglo XXI el deterioro salarial continuó, aunque a un menor ritmo.

La política salarial ha consistido en decretar los aumentos anuales del salario mínimo en función de la inflación esperada. Como en los hechos, la inflación real generalmente supera a la esperada, ello se traduce en un deterioro del salario real. A partir del piso establecido por el aumento al mínimo, los sindicatos negocian los salarios contractuales, sin que los aumentos acordados rebasen normalmente el tope salarial. La deplorable condición de los trabajadores es el resultado también de otros factores institucionales. La sindicalización se ha reducido y la capacidad negociadora de los sindicatos existentes se ha debilitado con la ofensiva neoliberal. El número de huelgas estalladas también ha disminuido significativamente. La poca disposición de los trabajadores a organizarse y a luchar por la mejora de sus condiciones salariales y de trabajo, tiene mucho que ver con el temor a perder su empleo y a no encontrar otro en el mercado de trabajo.

La política salarial debe ser congruente con la estrategia de crecimiento económico alto y durable. Ello implica eliminar los *topes salariales* y hacer que los aumentos del salario mínimo sean moderadamente superiores a la tasa de inflación pasada. El sector exportador no saldría afectado, porque contaría

con el apoyo de un tipo de cambio competitivo y realista, y de una política monetaria anticíclica.

Como ya he señalado en otro trabajo (Guillén, 2000), tal política no tendría una repercusión inflacionaria. Actualmente la inflación se encuentra bajo control y no existe como a finales de los ochenta una inflación inercial. Además, la economía trabaja con altos índices de subutilización de la capacidad instalada y los salarios representan un porcentaje muy bajo y decreciente de los costos de las empresas. El problema principal de la política económica en el mundo actualmente no es la inflación, sino la deflación.

Los obstáculos a un proyecto nacional alternativo de desarrollo son políticos

Los obstáculos para la puesta en marcha de un proyecto alternativo de desarrollo en México no son técnicos, ni residen en la falta de propuestas. Desde hace más de 20 años la academia mexicana de las universidades públicas y decenas —si no es que cientos— de investigadores de las ciencias sociales, han estado proponiendo alternativas de política económica viables para salir de lo que el presidente ecuatoriano Rafael Correa calificó como "la pesadilla neoliberal". Estas propuestas no han sido consideradas por los gobiernos priístas o panistas, que han sido fieles seguidores del "pensamiento único" y del Consenso de Washington. Y desde que arrancó el siglo XXI varios países de América del Sur han elegido gobiernos autollamados progresistas y han avanzado, dentro de sus condiciones específicas, en la aplicación de políticas económicas y "estilos de desarrollo" alternativos al neoliberalismo, logrando avances importantes en materia de crecimiento de la economía y en la atención de sus problemas sociales.

Así que las opciones existen y son viables. Lo que no existe en México es un marco político propicio a un cambio democrático. Las opciones de cambio fueron fraudulentamente cancelados por quienes ostentan el poder en las elecciones de 1988 y 2006.

Tres son —en mi opinión— los principales obstáculos políticos que impiden que la Nación ponga en marcha un nuevo modelo económico: *1*) la existencia de una oligarquía financiera que ostenta el poder económico, que controla el poder político, y que carece de un proyecto nacional; *2*) una democracia representativa "secuestrada" por esa oligarquía y por los poderes fácticos; y *3*) un Estado débil, imbricado crecientemente con el crimen organizado y cada día más subordinado a Estados Unidos.

Es necesario tener en cuenta que el tránsito de México hacia el neoliberalismo significó no sólo la instauración de un nuevo patrón de acumulación

de capital, sino también cambios en la estructura social y reacomodos en el "bloque en el poder".

En el caso de México, desde hace varias décadas y como consecuencia del intenso proceso de concentración y centralización de capital y de transnacionalización que experimentó la economía mexicana al final del modelo de sustitución de importaciones (1955-1982), una reducida oligarquía financiera domina la economía y se convierte en la fracción hegemónica del bloque en el poder. En un excelente libro de esa época (Aguilar y Carrión, 1975), Alonso Aguilar llegaba a la conclusión de que el núcleo del poder económico se concentraba en no más de un millar de familias. Su inmenso poder económico aseguraba su hegemonía en la definición de la política en el seno del Estado.

El modelo neoliberal introdujo modificaciones importantes en la composición de la clase dominante y de la propia oligarquía. El Consenso de Washington implicó en el terreno político una alianza estrecha entre el capital financiero de los centros y las elites internas de la periferia, con el objeto de desplegar la globalización neoliberal. En la década de los ochenta, varios de los grandes grupos económicos mexicanos, así como las empresas transnacionales que operaban en el país fundamentalmente para el mercado interno, reconvirtieron sus empresas y las orientaron hacia el mercado externo, principalmente al espacio del TLCAN. Otros grupos y empresas medianas y pequeñas fracasaron en este proceso de reestructuración y quedaron ancladas a un menguado mercado interno. Nuevos segmentos de la oligarquía vinculados al sistema financiero paralelo promovido durante el régimen de Miguel de la Madrid (véase Guillén, 2000, capítulo II), emergieron y se instalaron en la cúspide del poder. El proceso de privatización de empresas estatales y paraestatales —acumulación por desposesión como le llama D. Harvey (2003)— favoreció el proceso de recomposición de la oligarquía mexicana. La "nueva oligarquía" se insertó principalmente en la banca, en las telecomunicaciones y en los medios masivos de comunicación. Nuevos apellidos (C. Slim, R. Hernández, A.Harp Helú, Salinas Pliego, etc.) se agregaron a la lista de los superpoderosos.

La fracción hegemónica en el poder en México está integrada por los dueños de los grandes grupos monopolistas nativos con intereses entrelazados en la industria, el comercio, las finanzas, los servicios; por los propietarios de los medios masivos de comunicación en la televisión, la radio y los grandes diarios nacionales y regionales; y por los altos jerarcas de las iglesias y el Ejército.

A la par de la acentuación de la concentración del ingreso en manos de una minúscula aunque cambiante oligarquía, se aceleró el proceso de transnacionalización de la economía y de integración al sistema productivo estado-

unidense, proceso favorecido por la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). Las empresas y bancos transnacionales no son parte integrante, en sentido estricto, de la clase dominante; sin embargo, sus intereses en México son representados por la oligarquía interna, la cual es su socia menor o gestora.

A diferencia de la oligarquía de finales de los sesenta, que tenía una mayor base de acumulación interna, la oligarquía mexicana contemporánea, con contadas excepciones, se conforma con ser socia menor del capital financiero transnacional y con vivir de sus rentas financieras. De allí su dependencia casi absoluta del poder estadunidense para preservar sus intereses.

En materia política y de democracia, los gobiernos de la alternancia tienen poco de qué ufanarse. Existen numerosos retrocesos que amenazan con reducir la democracia a un ejercicio hueco y costoso del voto, mientras se refuerzan las tendencias a la centralización, el endurecimiento y la descomposición del poder. La transición democrática se paralizó.

En paralelo al proceso de concentración de poder económico y de creciente subordinación a Estados Unidos, en México se ha producido un proceso de centralización del poder político. Más que una democracia real donde el pueblo decide su gobierno, se vive una democracia simulada, una democracia secuestrada donde las elecciones se convierten en un mero cascarón para legitimar el poder concentrado. La democracia representativa se convierte en un costoso escenario donde los electores validan en las urnas, los candidatos previamente elegidos por la cúpula oligárquica. El sufragio efectivo, vieja aspiración democrática de México, es sustituido por la simulación democrática.

Y eso nos lleva al otro problema toral de México en la hora actual: la creciente debilidad del Estado mexicano. El gobierno de Felipe Calderón, para tratar de legitimarse después de su ascenso fraudulento al gobierno, enfocó su acción a la lucha frontal contra el narcotráfico. Para ello sacó al Ejército a las calles a realizar funciones policíacas para las cuales no está facultado por la Constitución. Los resultados están a la vista: más muertos que las bajas estadounidenses en la guerra de Irak; múltiples abusos sobre la población civil y pérdida de territorio frente a los cárteles.

En este marco de desmoronamiento institucional, no es de sorprender que personeros del gobierno estadounidense hayan colocado a México en la lista de "estados fallidos", junto con el convulso Pakistán. En un reporte del Congreso estadounidense, de agosto de 2011, se presenta a los narcos mexicanos como narcoterroristas y se plantea que "algunas partes del Estado mexicano han sido capturadas", y que las principales organizaciones dedicadas al trasiego de drogas mantienen bajo su control 71% del territorio, y que

el narco ejerce hegemonía en 195 municipios e influye en otros 1,500 (*El Universal*, 2011).

Esa pérdida gradual y acelerada del control sobre el territorio nacional de parte del Estado mexicano y de su capacidad para gobernar en ciertos territorios controlados por el narcotráfico, no es una percepción sólo estadounidense, sino algo que viven en carne propia millones de mexicanos que habitan en esos territorios, sobretodo en el norte del país. Lucas de la Garza, reputado empresario regiomontano, describía la situación de algunos municipios en los estados de Nuevo León y Tamaulipas de la siguiente manera:

> Ahora esa zona está desierta. El éxodo de habitantes no ha parado; las matazones son cotidianas, las balaceras, secuestros y extorsiones son cosa diaria: "el dominio del *narco* en las zonas rurales de México es absoluto. ¿Quién se apoderó de todo? Pues el *cártel* que domina en cada región. La forma en que ejercitan el poder directo es replegando a las autoridades de cada municipio. No replegarse a lo que ellos desean sencillamente significa su liquidación física. Y no hay quien proteja a la gente. Esto que cuento no es un supuesto, es una realidad en el campo. En casi todo Tamaulipas y casi todo Nuevo León el poder del *narco* es más firme que el del Estado. Esto es gravísimo; es la desaparición del Estado como tal. En esta suplantación, el poder del *narco* es absoluto. Cobran impuestos hasta al comercio ambulante. En municipios no mayores de cinco mil habitantes cobran impuestos a todos: a las cantinas, tiendas, negocios. Y no hay quien se les oponga porque la gente sabe que meterse con ellos es la muerte (*La Jornada*, 2011).

México se convierte aceleradamente en una suerte de estado fallido. El gobierno mexicano se subordina a los intereses de seguridad de Estados Unidos, cediéndole a la potencia imperial, como lo revelaron diversos claves filtrados por *Wikileaks,* el control de la estrategia antinarco y permitiendo la acción de los cuerpos de seguridad de ese país en territorio mexicano. Nuestra nación renuncia crecientemente a su mermada soberanía y se convierte en un espacio territorial del "perímetro de seguridad de América del Norte".

México afronta una de las situaciones más difíciles de su historia: una economía postrada ante la crisis, un Estado débil cada vez más militarizado y subordinado a los intereses de la oligarquía interna y de Estados Unidos, y una democracia secuestrada donde los partidos políticos y los órganos electorales han perdido representatividad y legitimidad ante la sociedad.

En ese marco, las perspectivas de cambio democrático y de un cambio de fondo en el modelo económico parecen depender cada vez de la capacidad de movilización y organización de los movimientos sociales. Sólo una movi-

lización popular organizada, tanto en el marco electoral como en otros frentes, permitirá transformar al país y enrumbarlo en la vía de un proyecto nacional de desarrollo que mejore la vida de las grandes mayorías.

El gobierno de Peña Nieto (2012-2018): reformas estructurales, más neoliberalismo y descomposición social y política[3]

En 2012 el PRI regresó a Los Pinos con Enrique Peña Nieto. Su arribo al gobierno se dio después de una campaña electoral sumamente cuestionada, caracterizada por el desvío de recursos públicos, el financiamiento ilegal y la compra masiva de votos. Los medios masivos de comunicación jugaron un papel central en su triunfo: desde la construcción de una pareja presidencial de telenovela varios meses antes de las elecciones, hasta la campaña en contra del candidato opositor, López Obrador, señalándolo como "un peligro para México". Asimismo, influyeron en el resultado electoral los bajos niveles de politización de vastos sectores del pueblo mexicano, quienes decepcionados de la alternancia panista con Fox y Calderón, creyeron sincera e ingenuamente que era conveniente darle de nuevo el gobierno al PRI, "porque los miembros de este partido, aunque corruptos, si sabían gobernar".

La primera misión del gobierno de Peña Nieto fue la de llevar adelante las reformas estructurales pendientes y profundizar de esa forma la agenda neoliberal. Una de sus primeras medidas fue la de promover el Pacto por México, acuerdo firmado en diciembre de 2012 por el gobierno y los dos principales partidos de oposición: PAN y PRD, y posteriormente refrendado por el Partido Verde. Ante el hecho cierto de los gobiernos panistas anteriores habían fracasado en impulsar cambios legislativos trascendentes (en gran medida por el bloqueo opositor del PRI), para la aprobación del Pacto el gobierno consiguió el apoyo de un PAN derrotado en las urnas y reducido a tercera fuerza electoral, y del PRD orgánicamente dominado por las corrientes oportunistas de Nueva Izquierda y ADN.

El Pacto por México incluyó 95 compromisos en los más diversos campos, desde lo económico hasta lo político y lo social, muchos de ellos incumplidos hasta la fecha. Pero el objetivo más importante era impulsar nuevas reformas neoliberales. En esta materia, las principales medidas fueron la reforma energética para completar la privatización de Pemex y su apertura al capital privado y a las empresas trasnacionales; la reforma hacendaria, para llenar el vacío dejado en el fisco por la disminución de los ingre-

[3] Apéndice redactado en diciembre de 2017.

sos petroleros; la reforma de las telecomunicaciones para fomentar la competencia en este sector permitiendo el ingreso de nuevos grupos monopólicos; y la reforma educativa publicitada como una reforma tendiente a elevar la calidad de la educación y recuperar la rectoría del Estado, en realidad se circunscribió a la evaluación de los maestros. Más que una reforma educativa se trató de una reforma laboral para restringir los derechos de los trabajadores y para ser utilizada como arma política en contra de la acrecida disidencia sindical agrupada en torno a la Coordinadora Nacional de Trabajadores de la Educación (CNTE).

A menos de un año de que la administración de Peña Nieto termine su mandato, es claro que México se enfrenta a uno de los momentos más difíciles de su historia moderna. Se carece de un proyecto nacional de nacional de desarrollo. Para el grupo en el poder no hay más camino que el de seguir atados al neoliberalismo y a las políticas del Consenso de Washington. Además se experimenta un proceso de descomposición social y política sin precedente en la historia moderna del país.

Las reformas estructurales de este sexenio han sido incapaces de superar el cuadro de semiestancamiento económico en que se ha desenvuelto la economía mexicana durante las últimas tres décadas y media, con una tasa de crecimiento promedio en torno del 2%, y en medio de una creciente desigualdad social y sin que se haya podido paliar la pobreza, la cual según las estimaciones del experto Julio Boltvinik, alcanza a alrededor del 70% de la población mexicana.

La economía mexicana carece de un motor interno que permita recuperar un crecimiento alto y durable. El polo dinámico del sistema productivo es el sector exportador. Las exportaciones de mercancías se han multiplicado 24 veces durante el periodo neoliberal, al pasar de 15,511 millones de dólares en 1980 a 373,000 millones en 2016. México se ha convertido en el treceavo exportador del planeta. Sin embargo, el impacto del núcleo exportador sobre el resto del sistema productivo nacional ha sido escaso, como lo evidencia el raquítico crecimiento del PIB. Nuestro país logró insertarse en las cadenas globales de valor construidas con la globalización neoliberal, pero sin lograr que el "enclave exportador" se articule con el resto de la economía. Los "efectos hacia atrás" —para retomar el concepto usado por Hirschman— del auge exportador no se dieron en el espacio nacional sino que se trasladaron hacia fuera, hacia las matrices de la trasnacionales exportadoras —como sucede en el caso de la industria automotriz o en la electrónica— o hacia productores de insumos de otros países. Al mismo tiempo se destruyeron las cadenas productivas integradas al mercado interno, que habían sido creadas bajo el modelo de sustitución de importaciones. Se trata de un auge exportador que depende crecientemente de las

importaciones de bienes intermedios y de capital. Por ello, el coeficiente de importaciones aumentó del 23.7% como porcentaje del PIB en 1982 al 72.8% en 2015, convirtiendo a México en una de las economías más abiertas del orbe.

Una causa importante de la anemia productiva en México tiene que ver también con el declive sostenido que ha experimentado por la inversión pública bajo el neoliberalismo, en el marco de una ideología fundamentalista de mercado que apuesta todo a la inversión privada. La inversión pública se desplomó de representar el 9% del PIB en 1980 al 4.4% en 2015. Este indicador ha decrecido de manera constante durante los últimos cuatro años.

Petróleos Mexicanos (Pemex) y su precaria situación productiva y financiera son un ejemplo claro del retiro premeditado del Estado de sus responsabilidades de inversión. Ello derivó en el agudo desplome de la producción petrolera y petrolífera registrado durante los últimos años. El deterioro de Pemex viene de varios años atrás, y fue en gran medida un proceso decidido desde las altas esferas del Estado para acelerar y forzar su privatización, lo que culminó en la reforma energética aprobada en 2013, la cual significó —como se dijo antes— la entrega de los recursos del subsuelo al capital monopolista privado, trasnacional y nativo. Esta reforma no ha permitido hasta la fecha revertir la declinación en la producción de hidrocarburos. Entre el 2012 y noviembre de 2017, ésta declinó 28%, al pasar de 2.9 millones de barriles diarios a 2.1 millones. Bajo el falso y engañoso criterio neoliberal de que es más rentable importar gasolinas que producirlas internamente, la producción de este petrolífero se redujo en el mismo periodo 55.6%, mientras que sus importaciones se incrementaron 61%. Es el caso de los petroquímicos. En tal virtud, de haber sido la actividad petrolera uno de los principales mecanismos para la captación de divisas, se ha convertido en una actividad deficitaria. En 2017, el déficit de la balanza comercial petrolera alcanzó 3,715 millones de dólares.

En suma, las reformas estructurales no modificaron el cuadro crónico de estancamiento en que se desenvuelve la economía mexicana. Ello a pesar de que durante la actual administración se recibieron montos importantes de IED y se impulsó fuertemente el endeudamiento externo, lo que de paso demuestra que el ahorro externo no es un agente de desarrollo, y que éste sólo puede resultar del uso y movilización del excedente económico interno. La deuda externa pública se incrementó de 125. 7 miles de millones de dólares (mmd) en 2012 a 181.9 mmd en 2016, mientras que en el mismo lapso la deuda externa privada pasó de 100.2 mmd a 132.6 mmd. La deuda total del país como proporción del PIB, se incrementó sustancialmente a lo largo del presente sexenio hasta alcanzar el 46.7% al cierre de

2017. Y aunque esa proporción no es tan elevada como la de otros países altamente endeudados, sí representa una señal de alarma, sobretodo tomando en consideración las dificultades crecientes que se enfrentarán en los próximos meses, y que de hecho ya están repercutiendo en la economía mexicana.

Los principales retos económicos durante los próximos meses podrían sintetizarse en tres: la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), los efectos de la reforma fiscal aprobada en Estados Unidos en diciembre de 2017 y que entrará en vigor en enero de 2018; y el proceso de normalización monetaria en ese país, el cual incrementará las tasas de interés externas, lo que encarecerá necesariamente el servicio de la deuda en México.

Dada la posición unilateral asumida por Estados Unidos en distintos foros internacionales y considerando las reiteradas declaraciones del presidente Donald Trump sobre el TLCAN, como "el peor acuerdo comercial jamás firmado", es altamente probable que ese país decida salirse del acuerdo y cancelarlo. Pero aún si decidieran continuar con la renegociación, casi seguramente sus términos serían más desfavorables para México de los que existen ahora. Por lo que se refiere a la reducción de impuestos decretada en Estados Unidos, es indudable que impactará negativamente los flujos de inversión extranjera hacia nuestro país, ya que el gobierno mexicano no está en condiciones de decretar una reducción impositiva equivalente, en virtud del déficit presupuestal y de la política fiscal restrictiva que viene aplicando. Y en cuanto a la política monetaria de la FED, la mayoría de los analistas pronostican dos o tres incrementos de la tasa de referencia, lo que incidirá en el alza de las tasas de interés internas.

La incertidumbre reinante ya ha trastocado la estabilidad financiera del país, tan apreciada por los neoliberales. Desde el ascenso de Trump al gobierno, la moneda mexicana ha tenido una alta volatilidad, lo que ha provocado su subvaluación. A fines de diciembre de 2017 se encuentra en niveles cercanos a los 20 pesos por dólar y es probable que se deprecie más en los próximos meses cuando se decida la suerte del TLCAN. La depreciación del peso ha provocado el incremento de las presiones inflacionarias. Los precios al consumidor cerraron en 6.6% a tasa interanual en noviembre de 2017, muy por encima de la meta de 3% establecida por el gobierno. Ello ha provocado el endurecimiento de la política monetaria interna, lo que ha llevado la tasa de interés de referencia del 5.75% en diciembre de 2016 a 7.25 por ciento.

Así, México enfrenta al cierre del gobierno de Enrique Peña Nieto, un nuevo ciclo devaluatorio e inflacionario, el cual puede arrastrar a la economía a la recesión y/o a turbulencias financieras más intensas.

Al aproximarse las elecciones presidenciales de 2108, vuelve a plantearse la necesidad de cambiar el modelo de desarrollo y de abandonar el neoliberalismo. Un cambio de rumbo se vuelve imperativo para modificar el mediocre e inestable cuadro económico. Pero más importante que ello es la urgencia de un cambio político que permita comenzar a superar el galopante proceso de descomposición social, evidenciado por la desigualdad abismal, la pobreza, la corrupción rampante, la impunidad y el ascenso imparable del crimen organizado imbricado con el Estado y el poder económico. Sólo así se estará en condiciones de transitar de una "democracia disfrazada" hacia un auténtica democracia, popular y participativa.

Bibliografía

Aguilar A. (1999), "¿Qué será de nuestra América en el Siglo XXI?" en *Economía Política del Desarrollo*, tomo 2*,* México, 2005, Casa Juan Pablos/ IIEC-UNAM.

Aguilar A. y J. Carrión (1975), *La burguesía, la oligarquía y el estado,* 3a. edición, México, Nuestro Tiempo.

Bresser-Pereira L.C. (2007), "El nuevo desarrollismo y la ortodoxia convencional", *Revista Economía UNAM*, núm. 10*,* México, UNAM, enero-abril.

Boyer R. y J. Neffa (2007), *Salida de la crisis y estrategias alternativas de desarrollo,* Buenos Aires, Miño y Dávila Editores/CEIL PIETTE.

El Universal (2011), "Alerta Congreso de EU por 'violencia terrorista' aquí", disponible en <www.eluniversal.com.mx/primera/36248.html>.

Ferrer A. (2007), "Globalización, desarrollo y densidad nacional" en Arturo Guillén y Gregorio Vidal (coords.), *Repensar la teoría del desarrollo en un contexto de globalización, Homenaje a Celso Furtado,* Buenos Aires, CLACSO libros.

Frrench-Davis, R. (2005), *Reformas para América Latina, después del fundamentalismo neoliberal,* Buenos Aires, Siglo XXI Editores.

Furtado, C. (1965), *Subdesarrollo y estancamiento en América Latina*, Buenos Aires, EUDEBA.

Furtado, C. (1998), *El capitalismo global*, México, FCE.

Grupo Permanente de Trabajo sobre Alternativas al Desarrollo (2012), *Más allá del desarrollo,* Quito, Fundación Rosa Luxemburgo-Abya Yala.

Guillén, A. (2007a), *Mito y realidad de la globalización neoliberal,* México, Miguel Angel Porrúa Editor/UAM-I.

Guillén, A. (2007b), "Efectos de la globalización en el empleo, el caso de México", en Arturo Guillén R. (coord.), *Economía y Sociedad en América*

Latina, entre la globalización la regionalización y el cambio estructural, México, Miguel Ángel Porrúa Editores/UAM-I.
Guillén, A. (2000), *México hacia el siglo XXI, crisis y modelo económico alternativo,* México, Plaza y Valdés/UAM-I.
Harvey, D. (2003), *The New Imperialism,* Oxford, Oxford University Press.
Harvey, D. (2005), *A Brief History of Neoliberalism*, Nueva York, Oxford University Press.
Ibarra, D. (2009), "Crisis, consumismo, dolarización", en *Revista Economía UNAM*, núm. 16, México, enero-abril.
La Jornada (2011), "El narco ha suplantado al Estado, ya no espero justicia, afirma Lucas de la Garza", México, 20 de febrero
Ortiz, S. (2010), *La inversión y su comportamiento en México, 1940-2009,* Málaga, disponible en <www.eumed.net/libros/2010e/810/>.
Rodríguez, O. (1998), "Heterogeneidad estructural y empleo", en *Revista de la Cepal*, núm extraordinario, Santiago de Chile, octubre.
Soria, V. (2006), "Brasil y México frente a la globalización neoliberal", en Arturo Guillén R. (coord.), *Economía y sociedad en América Latina, entre la globalización, la regionalización y el cambio estructural*, *op. cit*.
Vidal G. (2008), "México, crecimiento por medio de exportación de manufacturas y tendencia al estancamiento" en G. Vidal (coord.), *Los procesos de integración y las opciones de México para el desarrollo*, México, Miguel Ángel Porrúa Editores/UAM-I.
Wallerstein, I. (2003), *The Decline of American Power*, Nueva York, The New Press.

Macroeconomía del desarrollo con equidad
volumen 4 de la colección
México: 2018-2024: Nueva estrategia de desarrollo,
coordinada por José Luis Calva,
se terminó en 2018
en Juan Pablos Editor, S.A.
2a. Cerrada de Belisario Domínguez 19
Col. del Carmen, Alcaldía de Coyoacán
México, 04100, Ciudad de México
<juanpabloseditor@gmail.com>

CNU CONSEJO NACIONAL DE UNIVERSITARIOS
POR UNA NUEVA ESTRATEGIA DE DESARROLLO

OBJETIVOS

Primero: conjuntar nuestros esfuerzos para formular desde una perspectiva universitaria un sistema integral de propuestas viables de políticas públicas capaces de superar el pobre y errático desempeño mostrado por la economía mexicana durante las últimas décadas, fortalecer la cohesión social de nuestra nación y abrir los cauces de un desarrollo sustentable, incluyente, equitativo y democrático.
Segundo: contribuir de manera organizada a la formación de la conciencia ciudadana sobre la apremiante necesidad de que nuestro país adopte una nueva estrategia de desarrollo.
Tercero: contribuir a enriquecer el contenido y a elevar la calidad del debate político y social sobre los grandes problemas nacionales.

Estos objetivos los realizaremos con espíritu de servicio a la nación y visión de Estado, con plena independencia respecto a los partidos políticos.

JP

9 786077 114871