

¿PODEMOS DEFENDERNOS DE LOS EFECTOS PERSISTENTES DE LA CRISIS Y FORTALECER LA ECONOMÍA?

por Santiago Capraro y Carlo Panico¹

1. Introducción.

A distancia de más de 10 años de la crisis de 2007-2008 la economía mexicana, como la mayoría de las otras, sigue creciendo poco, con la distribución del ingreso desigual y con la estructura productiva y la competitividad internacional débiles.

Objetivo del ensayo es examinar cómo contrastar los efectos de la crisis. A diferencia de otra literatura crítica que considera la política cambiaria y la sobrevaluación del tipo de cambio real los principales responsables de los problemas,² el ensayo centra la atención sobre el rol de la organización institucional de la política económica.

Para defender la economía de los ataques especulativos de los mercados financieros internacionales, la organización de la política económica ha otorgado amplia discrecionalidad a la autoridad monetaria relegando las otras políticas gubernamentales a un papel secundario. Esta elección ha permitido perseguir la estabilidad del poder adquisitivo del dinero con mejores resultados, pero ha generado una caída en la inversión pública que, con la privada, es la herramienta clave para mejorar la productividad y la competitividad internacional.

Para enfrentar estos efectos negativos de la crisis el ensayo propone reformar la organización institucional de la política económica. Siguiendo las conclusiones de una literatura destacada, el ensayo argumenta que las reformas institucionales deben tomar en cuenta que, en presencia de una industria financiera internacional compleja y poderosa, es necesario perseverar la fuerza del banco central y el consenso que goza en los mercados. Sin influir negativamente en estos elementos, es necesario regresar a formas de cooperación sinérgicas entre las diferentes autoridades y devolver márgenes de

¹ Facultad de Economía, Universidad Nacional Autónoma de México. Email: santiago.capraro@gmail.com; panico1952@gmail.com; panico@unina.it.

² Véase Galindo y Ros, 2008; Blecker, 2009; Frenkel y Rapetti, 2009, 2012; Ros, 2015; Bresser-Pereira, 2016.

discrecionalidad a las políticas gubernamentales, tratando de aumentar por esta vía la inversión pública y la productividad.

El bajo crecimiento y la persistencia de una grande pobreza empujan las autoridades políticas a buscar nuevas soluciones. Este impulso puede llevar a considerar la política del banco central como una fuente de problemas, pasando por alto que la causa principal de las dificultades es el asombroso crecimiento de los mercados financieros internacionales, de los cuales la economía debe defenderse fortaleciendo la colaboración y la cooperación entre todas las autoridades nacionales y evitando tensiones entre ellas.

El ensayo se desarrolla como sigue. La sección 2 considera el origen de la crisis. Las secciones 3 y 4 describen como las liberalizaciones y el crecimiento asombroso de la industria financiera han cambiado la política económica. Las 5, 6 y 7 consideran como reformar la organización institucional de la política económica para oponerse a la caída de la inversión pública y a la pérdida de fuerza de la estructura productiva y de la competitividad internacional. La sección 8 concluye.

2. El origen de la crisis financiera.

La crisis financiera de 2007-2008 no se debe a la “explosión accidental” de una burbuja especulativa. Fue el resultado de cambios en el sistema financiero que, desde los años 1970, han generado una distribución del ingreso menos equitativa. Los cambios fueron producidos por los procesos de liberalización financiera internacional y por la introducción de un nuevo enfoque a la regulación que la industria bancaria o financiera logró imponer gradualmente con su capacidad de influir en las decisiones políticas y legislativas (véase Panico *et al.*, 2016).

La nueva regulación permitió un aumento del volumen de negocios y de las ganancias de la industria financiera, lo cual generó, a través de varios mecanismos, una reducción de la participación salarial y de los ingresos de los grupos menos ricos de la población, una caída de la tasa de crecimiento del PIB en varios países y un aumento del riesgo financiero sistémico que llevó a la crisis de 2007-2008 (véase Panico y Pinto, 2017)

El aumento de los riesgos se generó inicialmente en los países anglo-sajones. Las primeras señales se manifestaron en los mercados estadounidenses con varios episodios, incluso aquel de los préstamos *subprime* del mercado inmobiliario y de los relacionados títulos derivados. En junio de 2007 el Presidente de la Reserva Federal Bernanke había declarado que las tensiones en el mercado inmobiliario estaban bajo control. Sin embargo, el 9 de agosto de 2007, a la abertura del mercado de Nueva York, cuatro bancos de la Unión Monetaria Europea (un francés, dos alemanes y uno de BENELUX) anunciaron que tenían problemas en la gestión de los títulos derivados. El anuncio hizo aumentar abruptamente las tasas de interés de los mercados interbancarios. A las 9:30 de la mañana, la pronta intervención del Banco Central Europeo, que garantizó a las empresas financieras su pleno apoyo en términos de liquidez, marcó el comienzo de la crisis (véase Panico y Purificato, 2010).

En septiembre de 2008, durante la campaña electoral para la presidencia de los Estados Unidos, la quiebra de Lehman Brothers llevó a un nuevo y asombroso atoramiento de los mercados interbancarios, que agravó dramáticamente la crisis. Desde entonces, las relaciones económicas y de poder a nivel nacional e internacional se modificaron, induciendo un aumento de la inestabilidad financiera y una nueva y sorprendente oleada de cambios en la vida política de varias áreas del mundo.

En la Unión Europea la crisis llevó al aumento del poder de Alemania en la Unión Monetaria, a la consecuente crisis de deuda de 2010 y a la reciente salida del Reino Unido. En América Latina ocurrieron cambios en la vida política de varios países y se generaron efectos económicos relacionados con el aumento de la inestabilidad financiera, que agravaron los resultados negativos de las liberalizaciones financieras. Estas habían sido solicitada en los años 1970 con la promesa de que iban a favorecer a las economías menos ricas eliminando la “represión financiera”, que impedía a los capitales de los países más ricos fluir libremente hacia los menos ricos (McKinnon, 1973; Shaw, 1973).

Las promesas no se cumplieron (véase Eatwell, 1997; Akyüz, 2006; Tello, 2010; Panico, 2014). Al contrario, se han manifestado nuevos fenómenos desfavorables para los países menos ricos y ligados al crecimiento de la industria financiera:

- la dificultad de las políticas monetarias nacionales de controlar autónomamente el tipo de cambio,
- la necesidad de aumentar notablemente las reservas oficiales internacionales,
- la necesidad de mantener tasas de interés más altas que en los países más ricos.

3. *La crisis financiera y las reservas internacionales.*

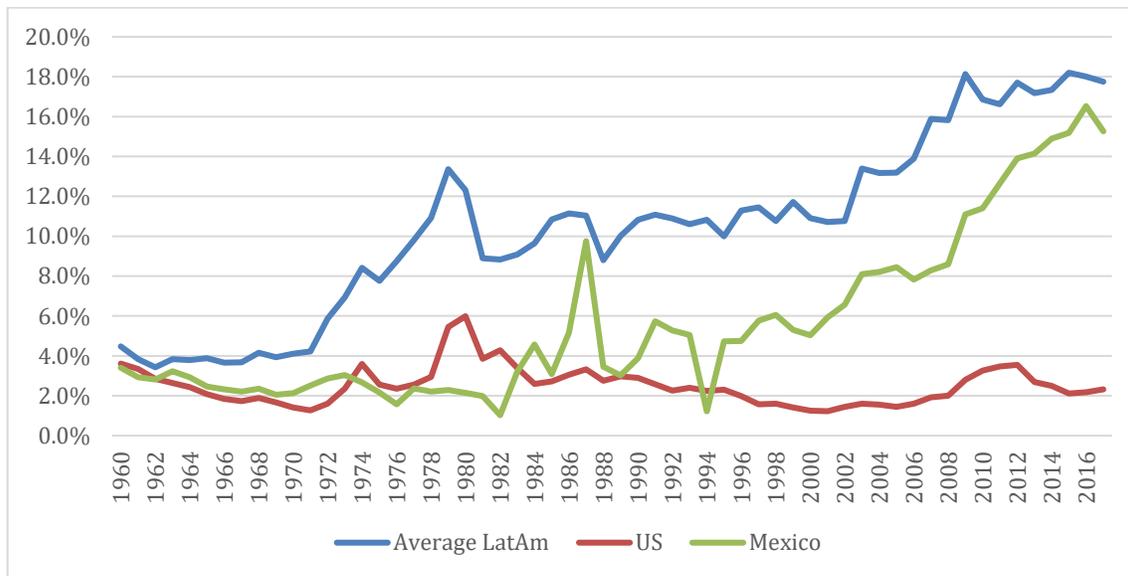
La intensidad de estos fenómenos ha llevado a nuevas figuraciones del funcionamiento del sistema financiero internacional y de las relaciones entre las divisas. La literatura ha introducido al respecto los conceptos de “*dinero permanente*”, “*dinero transitorio*”, “*divisas de clase A*” y “*divisas de clase B*”³ y ha argumentado que en el sistema monetario internacional actual el dólar, el euro, la libra esterlina y un limitado número de otras divisas (calificadas “*dinero permanente*” o “*divisas de clase A*”) gozan de una posición de privilegio, debido a que los operadores, juzgando que tienen una menor probabilidad de devaluarse, consideran los activos denominados en ellas de mejor calidad que aquellos denominados en otras divisas (calificadas “*de clase B*”). En época de baja incertidumbre el capital especulativo fluye de los países más ricos a los menos ricos aprovechando los rendimientos más altos que se pagan en los segundos. Sin embargo, cuando, por alguna razón, aumenta la incertidumbre en los mercados financieros, los capitales regresan abrupta y cuantiosamente a los países más ricos. El ejemplo más relatante de esta situación es la revaluación del dólar mientras que Lehman Brothers quebraba y el sistema financiero estadounidense arriesgaba un colapso general, que las autoridades evitaron transfiriendo a la AIG, una empresa aseguradora fuertemente involucrada en los mercados de derivados, 85,000 millones de dólares (una cantidad de poco menor de la suma del PIB anual de Costa Rica y Uruguay en 2008).

La existencia de divisas de clase A y B genera comportamientos diversos de la política monetaria entre los países más y menos ricos. A diferencia de los primeros, los segundos deben acumular una cantidad creciente de reservas oficiales para hacer frente a las salidas de capitales cuando la incertidumbre aumenta.

³ Véase MacKinnon, 2002; Aguiar de Medeiros, 2008; Calvo *et al.*, 2012; Bussière *et al.*, 2014; Prasad, 2014; Chapoy Bonifaz, 2015; Calvo, 2016.

La información estadística confirma que, a diferencia de los países más ricos, los menos ricos han tenido que aumentar la acumulación de reservas oficiales (véase las Figura 1), lo que implica invertir ahorro nacional en activos financieros de los países más ricos. Contradiciendo las promesas de los años 1970, las liberalizaciones han entonces obligado los países menos ricos a financiar los más ricos.

Figura 1 - Evolución de la ratio Reservas Internacionales a PIB, varios países, 1960-2016



Referencias: LatAm: promedio de Argentina, Bolivia, Brazil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Guatemala, Mexico, Nicaragua, Peru, Paraguay, El Salvador and Uruguay. Fuente: WDI.

El crecimiento de las reservas de los países de América Latina se puede relacionar con la inestabilidad de los movimientos de capitales internacionales y de los tipos de cambio nominal. La Figura 2 muestra que las variaciones diarias del tipo de cambio nominal mayores a $\pm 1\%$ han aumentado después de la quiebra de Lehman Brothers. Esta mayor inestabilidad aumenta las restricciones a la conducción de la política económica, en el sentido que reduce aun más su autonomía respecto a lo que pasa a nivel internacional. Los movimientos de los tipos de cambio nominal de los países menos ricos se han vuelto similares, en el sentido que tienden a devaluarse simultáneamente cuando aumenta la incertidumbre en los mercados internacionales (véase Basnet y Sharma, 2015), lo que indica una pérdida de autonomía en la conducción de la política monetaria.

Figura 2 – Cantidad de días con variaciones del tipo de cambio nominal mayores a $\pm 1\%$ en el ultimo año



Fuente: Nuestra elaboración sobre datos del Banco de México

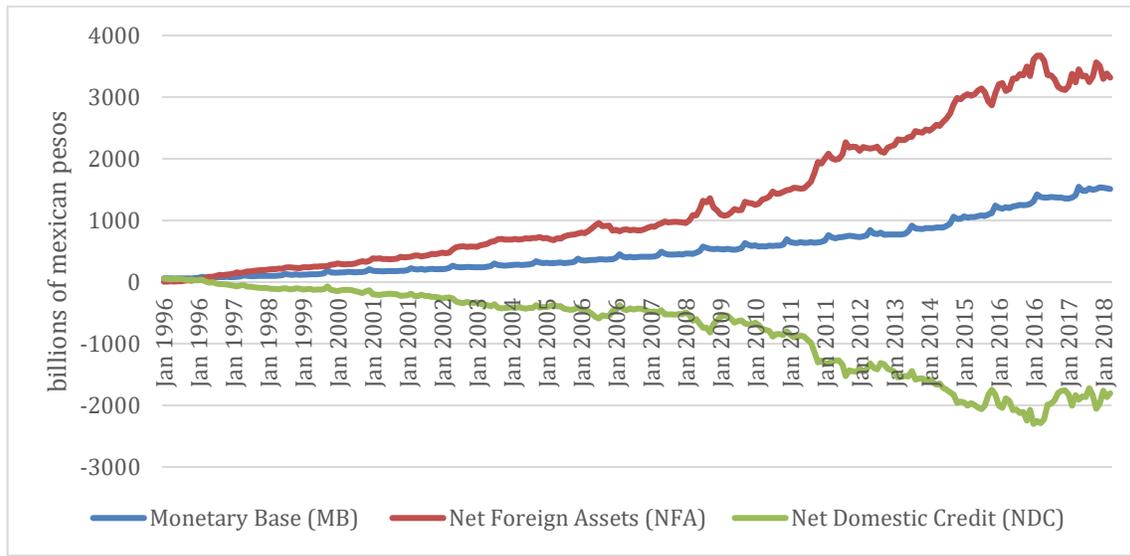
La literatura afirma que la acumulación de reservas internacionales se realiza para generar confianza en los operadores financieros. Según Calvo (2016), aumentando las reservas, los bancos centrales tratan de constituir una defensa para cubrirse del riesgo de ataques especulativos que se originan en las salidas repentinas de capital (*sudden stops*). Según Bussière *et al.* (2014), el monto de reservas que un banco central debe acumular depende de los saldos de la cuenta corriente de la balanza de pagos y de los resultados que la economía ha obtenido en términos de estabilidad financiera en su historia reciente. Este segundo elemento evidencia la relevancia de tener un banco central que goza del consenso y de la confianza de la industria financiera internacional.

4. La acumulación de reservas y la organización institucional de la política económica.

La necesidad de acumular reservas influye en la conducción y organización de la política económica, generando efectos negativos sobre la inversión, el crecimiento, la estructura productiva, la competitividad internacional y la desigualdad distributiva.

La adquisición de reservas por parte del banco central produce una emisión de base monetaria y requiere la implementación de “operaciones de esterilización”, que imponen un aumento del Crédito Neto Interno, es decir, del crédito neto del sector público y del sector bancario al banco central (véase la Figura 3).

Figura 3 – Variaciones de la Base Monetaria, de los Activos Externos Netos y del Crédito Interno Neto



Fuente: Nuestra elaboración sobre datos del Banco de México

El aumento del Crédito Neto Interno se realiza principalmente a través de “operaciones estructurales” que generan “Depósitos de Regulación Monetaria” en el banco central. Estos depósitos pueden ser “en Pesos” y “en Valores Gubernamentales”. Los primeros representan Crédito Neto del sector bancario al Banco de México. Los segundos son Crédito Neto del Gobierno. Cuando el banco central considera que existe la necesidad, las instituciones de crédito deben entregarle obligatoriamente la liquidez generada por la compra de reservas oficiales. De esta manera el banco central impone una conmutación de la base monetaria, es decir, de activos financieros a la vista, en activos financieros a largo plazo en las carteras de estas instituciones.

En el caso de “Depósitos de Regulación Monetaria en Pesos” las instituciones de crédito depositan la liquidez en cuentas con vencimiento a plazo a sus nombres. En el caso de “Depósitos en Valores Gubernamentales” las instituciones de crédito compran bonos del sector público, que el Banco de México emite por cuenta del gobierno (artículo 23 de la Ley Orgánica) colocando el producto de esta venta en depósitos no retirables y sin interés en el banco central a favor del Gobierno Federal.

Para las instituciones de crédito, los “Depósitos en Valores Gubernamentales” son mas convenientes que aquellos “en Pesos” porque permiten movilizar las sumas que entregan al banco central por motivos de regulación monetaria. La elección entre emitir

“Depósitos en Pesos” o “en Valores Gubernamentales” implica que el Banco decida en qué medida las instituciones de crédito van a participar en los costos del funcionamiento de la política monetaria, es decir, en los costos de controlar la emisión monetaria y la tasa de interés. El Banco de México cuenta con grandes márgenes de discrecionalidad sobre este punto porque puede variar discrecionalmente el monto de depósitos de regulación monetaria y realizar el mismo control sobre la emisión monetaria optando por una participación diferente de estas instituciones en el Crédito Interno Neto. Los primeros dos renglones del Cuadro 1, que se derivan de la hoja de balance del Banco de México, muestran que recientemente esta institución ha optado por una mayor participación del Gobierno Federal. Esta elección no refleja una necesidad técnica. Se trata de una decisión política que designa quién debe soportar más los costos de las operaciones de esterilización (véase también Capraro y Panico, 2018).

Cuadro 1 – Pasivos de regulación monetaria del Banco de México (valores en porcentaje del PIB nominal)

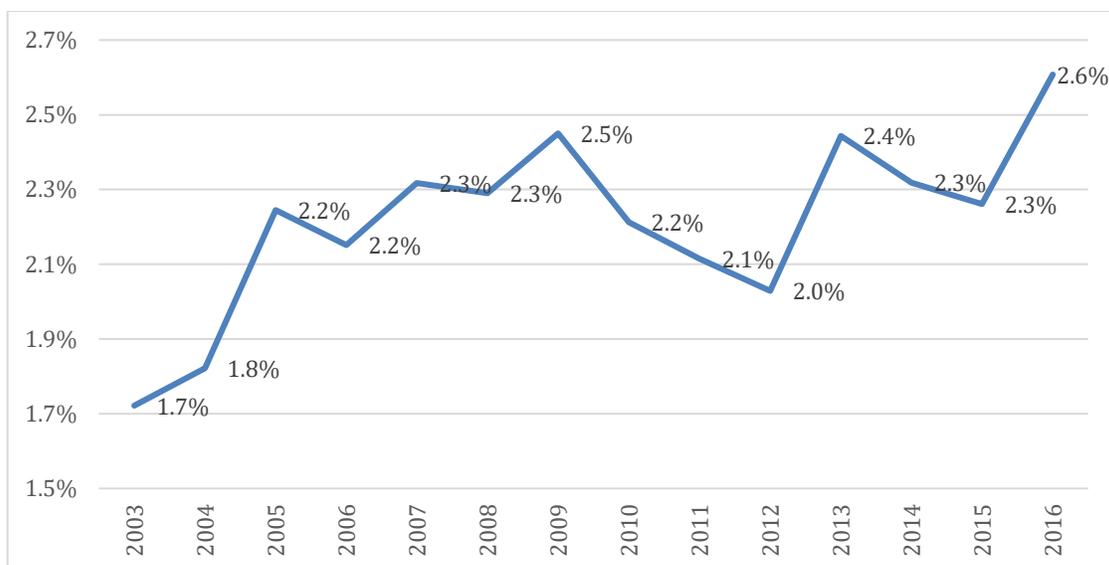
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
(A) Depósitos de Regulación Monetaria en Pesos	2.3%	2.3%	2.1%	1.9%	1.8%	1.7%	1.5%	1.4%	1.2%
(B) Depósitos de Regulación Monetaria en Valores Gubernamentales	1.7%	2.2%	1.8%	3.7%	5.5%	6.4%	6.5%	6.7%	4.6%
(C) Cuenta Corriente de la Tesorería de la Federación.	2.7%	3.0%	3.2%	1.7%	1.8%	2.1%	2.6%	2.1%	2.5%
(D) Suma de (B) + (C)	4.4%	5.2%	5.0%	5.4%	7.3%	8.5%	9.1%	8.8%	7.1%

Fuente: Balance general del Banco de México

El Banco ha elegido favorecer a las instituciones de crédito a pesar del fuerte aumento de sus ingresos en años recientes (véase la Figura 4). Los documentos oficiales no aclaran las razones de esta decisión, que puede responder a la intención del banco central de buscar el consenso con los operadores financieros.⁴

Figure 4 – Superávit operativo bruto del sector financiero en porcentaje del PIB, 2001-2016

⁴ Según Blinder (1997a, p. 15; 2004, pp. 67-68 y 94-95), buscar el consenso de los operadores financieros es una correcta preocupación, la cual, sin embargo, puede ser una fuente de ambigüedades y problemas si los bancos centrales, para lograr este resultado, buscan la aprobación de los operadores tomando decisiones que sólo responden a sus intereses.



Source: INEGI

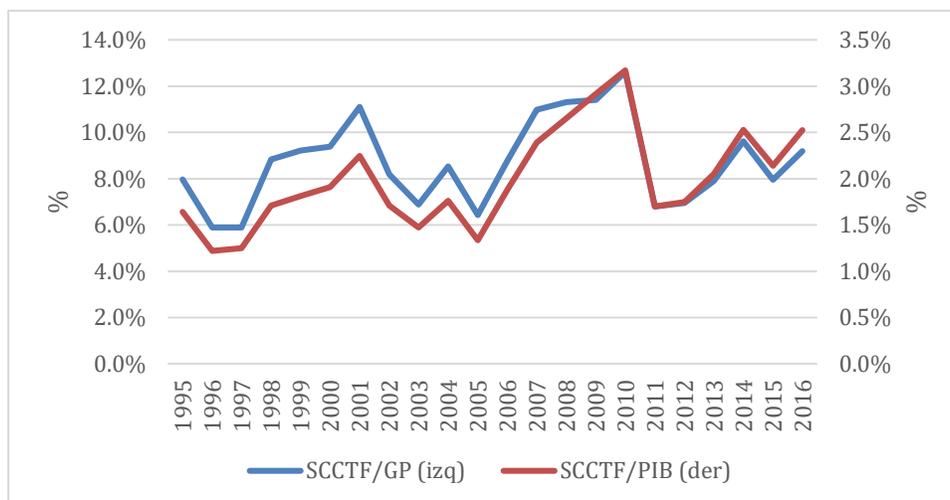
Además de los “Depósitos de Regulación Monetaria en Valores Gubernamentales” el Crédito Neto del sector público con el Banco de México puede variar a través de otros instrumentos. El principal de ellos es la “Cuenta Corriente de la Tesorería de la Federación”. La Ley Orgánica establece que el sector público puede recibir crédito del banco central a través de esta cuenta⁵, prohibiendo que su saldo exceda el límite de 1.5% de las erogaciones previstas en el Presupuesto de Egresos de la Federación.⁶

Sin embargo, a pesar de que la Ley Orgánica permita un saldo negativo, el gobierno ha elegido auto-limitarse en los recursos que tiene disponible para realizar su política fiscal. Desde 1994, el saldo de esta cuenta es positivo y crece constantemente, rebasando en 2015 y en 2016 los 300,000 millones de pesos. La Figura 5 muestra que el saldo es un porcentaje elevado del gasto público y del PIB. Desde 2006 ha variado entre 8 y 13% del primero y ha superado el 2% del PIB entre 2011 y 2016.

Figura 5: Saldo de la cuenta corriente de la Tesorería de la Federación en el Banco de México, 1995-2016

⁵ El artículo 9 prohíbe la adquisición por parte del Banco de México de valores gubernamentales excepto cuando dicha adquisición corresponda a las posturas del mismo Banco en las subastas de emisión y sean por un monto no mayor al valor de los bonos gubernamentales que se han vencido en el día de la subasta.

⁶ El artículo 12 afirma: ‘El saldo que, en su caso, obre a cargo del Gobierno Federal no deberá exceder de un límite equivalente al 1.5% de las erogaciones del propio Gobierno previstas en el Presupuesto de Egresos de la Federación para el ejercicio de que se trate, sin considerar las señaladas para la amortización de la deuda de dicho Gobierno; salvo que, por circunstancias extraordinarias, aumenten considerablemente las diferencias temporales entre los ingresos y los gastos públicos’. El artículo 24 refuerza esta restricción permitiendo al Banco emitir valores a cargo del Gobierno Federal abonando el producto de esta colocación en un depósito no retirable a cargo del banco central y a favor del Gobierno.



Referencias: SCCTF: Saldo promedio anual de la cuenta corriente de la Tesorería de la Federación. GP: Gasto público. PIB: Producto Interno Bruto. Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI y Banxico.

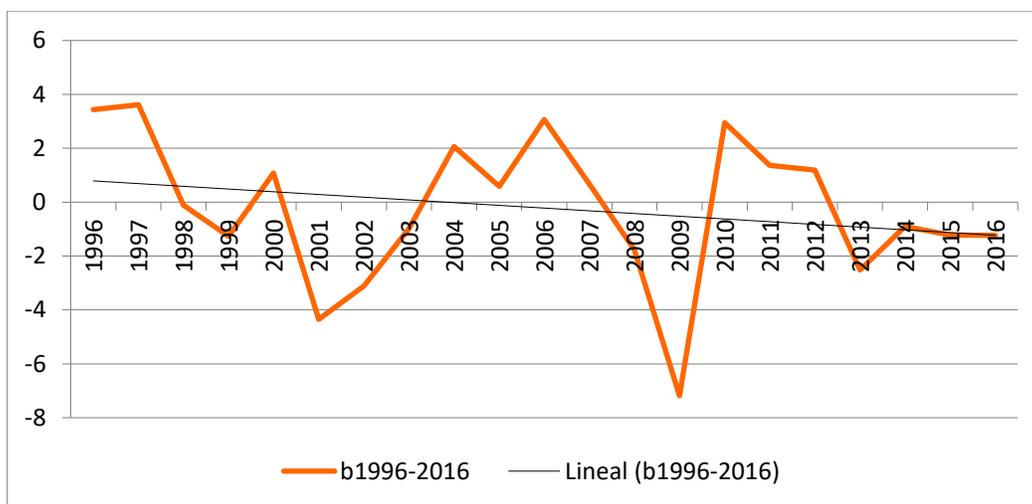
La información estadística sobre los “Depósitos de Regulación Monetaria en Valores Gubernamentales” y la “Cuenta Corriente de la Tesorería de la Federación” permite observar que el crédito neto del sector público al banco central ha llegado a niveles muy elevados. Si consideramos sólo la suma de estos dos instrumentos, observamos que se ha ido acercando al 10% del PIB nacional (véase el último renglón del Cuadro 1).

La necesidad de aumentar la acumulación de reservas oficiales y de asegurar al mismo tiempo al Banco de México un adecuado control sobre la emisión monetaria requiere entonces que el Gobierno Federal se vuelva de forma creciente acreedor neto del banco central, una situación históricamente nueva que está prevaleciendo en la mayoría de los países. Para este fin las autoridades políticas han tenido que aceptar ser acreedoras del banco central y modificar la organización institucional de la política económica. Siguiendo esta línea, han llegado a introducir reglas fiscales rígidas que obstaculizan el uso discrecional de la política fiscal y causan una reducción de los gastos públicos en capital físico y humano, es decir, de los gastos que generan efectos positivos sobre el crecimiento potencial de la economía. En México la Ley de Responsabilidad Hacendaria fue introducida en 2006. Sin embargo, como muestra la Figura 5, el gobierno había elegido auto-limitarse en la conducción de su política fiscal desde mediados de los años 1990, generando con el pasar del tiempo efectos negativos sobre la inversión. La nueva serie de INEGI a precio de 2013 muestra que la inversión pública ha llegado a niveles

históricamente bajos. Disminuyó un 4.4% anual entre 2009 y 2016 y en 2017 fue solamente 2.8% del PIB.

La caída de la inversión pública influye negativamente sobre la estructura productiva. Además puede alimentar indirectamente, a través de una disminución de la inversión privada (véase Ros, 2015, pp. 160-63), la reducción de la inversión total, que es la principal herramienta para mejorar la productividad y la competitividad internacional de la economía. Los efectos sobre la competitividad internacional se pueden observar en la información estadística que evidencia la creciente debilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos. La Figura 6 propone, para el periodo 1996-2016, un índice del deterioro de la cuenta corriente, calculando la tasa de crecimiento del PIB que permitiría mantener la cuenta en equilibrio.⁷ La Figura muestra que la tasa tiende a disminuir.

Figura 6 – Deterioro de la capacidad productiva de la economía mexicana. 1996-2016

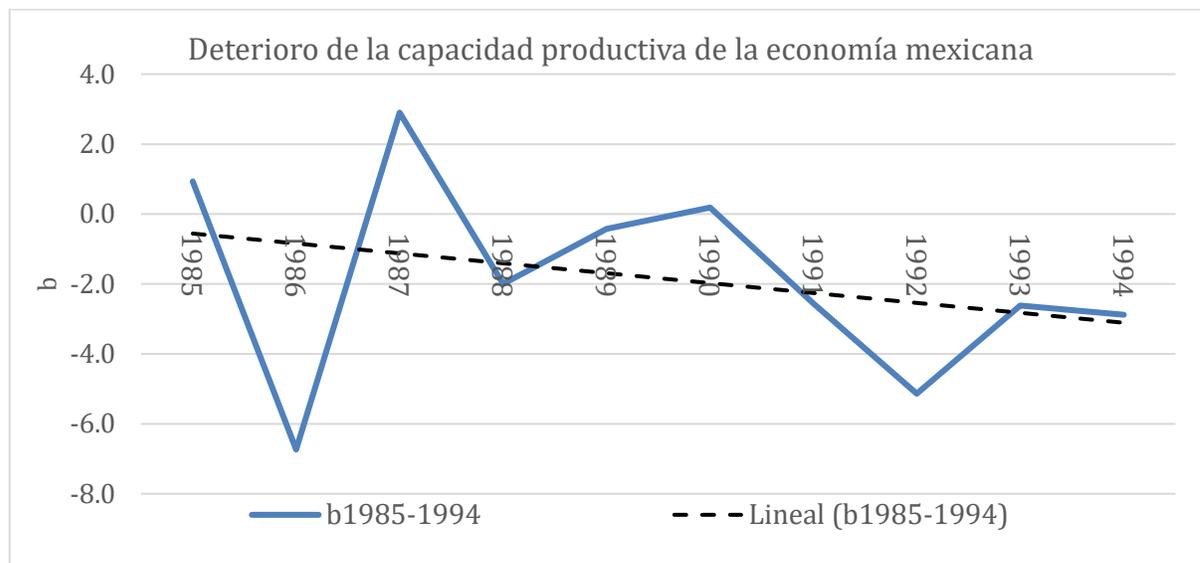


La Figura 7 considera el mismo indicador para el periodo que precede la crisis de 1994. Comparando las Figuras 6 y 7 se observa una peligrosa analogía, la cual sugiere que, a pesar de haber sido exitosa en el control de la estabilidad financiera, la conducción de la política monetaria puede volverse insostenible en el tiempo por el progresivo

⁷ El índice se construye usando los datos sobre el déficit de la cuenta corriente de los años considerados y la tasa de crecimiento del PIB. Graficando estos datos y haciendo pasar por los puntos de cada año, una recta con una pendiente negativa de 45 grados, se derivan rectas descritas por la ecuación $d_t = -g_t + b_t$, donde d_t es el déficit de parte corriente del año t , medido en porcentaje del PIB, g_t es la tasa de crecimiento real del PIB del mismo año, y b_t es una constante que se puede interpretar por cada año como la tasa de crecimiento del PIB que permitiría igualar a cero el déficit de parte corriente.

empeoramiento de la balanza de pagos, que eleva la probabilidad de ataques especulativos por parte de la industria financiera internacional.

Figura 7



5. Es posible defenderse de las consecuencias de la crisis financiera.

Para evitar que se sigan produciendo estos resultados negativos es necesario perfeccionar la conducción de la política monetaria y modificar la organización institucional de la política económica, tomando en cuenta que, para no aumentar la acumulación de reservas y “estrangular” aun más la economía, es indispensable que el Banco de México no pierda el grado de consenso y confianza que posee en los mercados financieros internacionales.

La capacidad del Banco de mantener la estabilidad monetaria y financiera se debe fortalecer, no debilitar. Para este fin debe poder agregar a los poderes que ya tiene para enfrentarse a los mercados internacionales una coordinación mas eficiente con las otras autoridades. En particular, sin perder la reputación que se le reconoce en los mercados internacionales, debe poder participar en la identificación y activación de una estrategia nacional capaz de reducir la fragilidad de la estructura productiva y mejorar la competitividad internacional de la economía (véase Capraro y Panico, 2018).

La normativa vigente en México no inhibe esta participación; al contrario, la solicita. En primer lugar, las exposiciones de motivos que acompañan la reforma de la Ley

Constitucional y la sucesiva Ley Orgánica muestran que, para el legislador, la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda no es un fin en sí mismo, sino una condición para lograr los objetivos de desarrollo y equidad. En segundo lugar, las leyes establecen que el mantenimiento del poder adquisitivo de la moneda es el objetivo prioritario, pero no único, de la política monetaria. El Banco, según su evaluación discrecional, puede perseguir otros objetivos si esta actuación no entra en contradicción con el objetivo prioritario. Incluso, puede estar obligado a hacerlo si para estabilizar el poder adquisitivo de la moneda es necesario alcanzar los otros objetivos.

El Banco de México ya actúa de esta forma. La acumulación de reservas muestra que el Banco, como los bancos centrales de otros países emergentes, tienen un compromiso primordial con la defensa de la economía nacional de los ataques especulativos provenientes de las instituciones financieras internacionales. Frente al tamaño y a la organización de los mercados financieros, este compromiso resulta hoy tan importante como la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda.⁸ Asimismo, si el deterioro de la estructura productiva y de la competitividad internacional pone en riesgo el poder adquisitivo de la moneda, el Banco debe cooperar con las otras autoridades de gobierno para reducir estos riesgos.

Como se ha argumentado en las páginas anteriores, el Banco de México tiene a su disposición poderes discrecionales que le han permitido señalar a los operadores su capacidad de controlar la emisión monetaria. Los mismos poderes, en primer lugar su discrecionalidad sobre la gestión de los Depósitos de Regulación Monetaria, le permitirían seguir señalando esta capacidad, aún en presencia de una participación en políticas finalizadas al fortalecimiento de la estructura productiva y de la competitividad internacional de la economía.

Además, el Banco, siguiendo el ejemplo de la Reserva Federal de EUA, puede mejorar su estrategia de comunicación aclarando a los operadores por qué la economía mexicana puede mejorar su estabilidad monetaria y financiera fortaleciendo la estructura

⁸ Véase Céspedes *et al.*, 2014; Canales-Kriljenko, 2003; Hüfner, 2004; BIS, 2005; Rosas-Rojas, 2011; sobre el caso mexicano véase Mántey G., 2009; Capraro y Perrotini, 2012.

productiva (véase Caprario y Panico, 2018). Esta actuación reforzaría el prestigio del banco central como entidad técnica competente.

La coordinación de la política económica ha adquirido varias formas y ha generado resultados diferentes a lo largo de la historia mexicana. A pesar de que no se reconoce explícitamente, los documentos del Banco de México (2008, p. 17) muestran que los mejores resultados se lograron en el periodo 1961-70, durante el “desarrollo estabilizador”, cuando las diversas autoridades colaboraron unitaria y sinérgicamente para fortalecer la estructura productiva. En la época de las liberalizaciones, al contrario, la organización institucional ha atribuido amplia discrecionalidad a la autoridad monetaria restringiendo aquella de las otras autoridades. La nueva organización ha favorecido la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda, pero ha suscitado preocupaciones sobre el crecimiento, la debilidad de la estructura productiva, la capacidad de competir a nivel internacional y la desigualdad distributiva.

La reintroducción de una forma de cooperación unitaria y sinérgica entre el Banco de México y las otras autoridades para el fortalecimiento de la estructura productiva debe tener como condición previa mejorar la eficiencia de la intervención pública en la economía. Esta condición requiere perfeccionar tres aspectos de las políticas públicas:

- ampliar el conocimiento de los sectores productivos, de las economías regionales y de los elementos que deterioran la cuenta corriente de la balanza de pagos;
- mejorar la credibilidad de las autoridades de política económica frente a los mercados financieros con el fin de evitar que las políticas públicas se vuelvan restrictivas durante las recesiones por la reducción de la financiación externa;
- reducir los riesgos de mal uso de los fondos atribuidos a los programas públicos.

Para lograr estos resultados es necesario introducir reformas institucionales de la organización de la política económica, las cuales deben:

- re-introducir entidades técnicas que permitan identificar las necesidades de los sectores productivos, los obstáculos al desarrollo regional y las intervenciones prioritarias para reforzar la competitividad internacional;

- establecer nuevas instituciones para monitorear la calidad de las políticas públicas, elaborar proyectos que produzcan los resultados deseados y contribuir a realizarlos.

6. Mejorar la calidad de las políticas públicas: profundizar el conocimiento de la estructura productiva y de la balanza de pagos.

Para mejorar la calidad de las políticas públicas es necesario tener un conocimiento detallado de la estructura productiva y de las economías regionales. Asimismo, es necesario conocer las restricciones de la parte corriente de la balanza de pagos y saber cuáles de ellas se pueden suavizar en tiempos breves y cuáles en tiempos largos. Gastar recursos sin tener este conocimiento puede generar desperdicio.

La economía mexicana cuenta con bancos de desarrollo que han operado en distintos sectores (véase Moreno-Brid *et al.*, 2017). Estas instituciones recogían en pasado información sobre las necesidades de los sectores productivos. Con las liberalizaciones y el abandono de las políticas sectoriales, esta actividad de los bancos de desarrollo ha desvanecido, produciendo un menor conocimiento de los problemas y de las potencialidades de la estructura productiva.

Restablecer una colaboración eficiente entre todas las autoridades de política económica requiere en primer lugar introducir una entidad técnica que proporcione información para identificar una estrategia nacional finalizada a fortalecer la estructura productiva y la competitividad internacional. Esta entidad debe caracterizarse como una institución independiente, es decir, debe contar con personal calificado elegido por su formación y experiencia profesional, con una financiación adecuada y con discrecionalidad técnica sobre el desempeño de su actividad. Su meta es preparar informes que provean la base analítica para mejorar la eficiencia de la intervención pública y permitan identificar una estrategia nacional para fortalecer y ampliar la estructura productiva.

Las autoridades políticas y el Banco de México pueden compartir los costos de funcionamiento de esta institución y colaborar sinérgicamente con ella para ampliar el conocimiento de la estructura productiva y de las economías regionales. Además de

promover la difusión de los informes, el gobierno federal debe cooperar con el banco central, las otras entidades técnicas, las autoridades políticas regionales y los actores del proceso económico para elaborar una estrategia nacional de desarrollo. Las normas legislativas deben garantizar que la estrategia sea unitaria y compartida y que sea un efectivo punto de referencia para la política económica. Además, estableciendo otras entidades técnicas comprometidas con este fin, deben garantizar que la intervención sea coherente con esta estrategia.

7. Mejorar la calidad de las políticas públicas: nuevas instituciones para monitorear, elaborar y realizar acciones que produzcan los resultados deseados.

La organización de la política económica que ha dominado en las décadas de las liberalizaciones ha causado problemas en todas las economías y ha movido varios autores a proponer reformas institucionales para devolver discrecionalidad a la política fiscal.⁹ En el caso de las economías de América Latina, estos problemas se presentan en formas que hacen más necesarias sus soluciones.

La limitada captación de impuestos aumenta la dependencia de estos países de los mercados financieros, los cuales obstaculizan el acceso al crédito cuando las economías se encuentran en recesión y necesitan el soporte de una política anticíclica. Según Eichengreen *et al.* (1999, p. 416), la precariedad del acceso al crédito refleja las aprensiones de los mercados que consideran los gobiernos latino-americanos débiles frente a los grupos de presión y desconfían de su capacidad de perseguir una política discrecional sin déficit excesivos. Dudando la solvencia, los mercados tienden a negar la concesión de crédito en las fases recesivas del ciclo (véase Gavin *et al.*, 1996; Eichengreen *et al.*, 1999).

Según algunos autores, la introducción de reglas fiscales rígidas puede reforzar la credibilidad de las autoridades porque puede contribuir a ampararlas de las presiones políticas. Sin embargo, esta solución reduce la flexibilidad de la intervención pública que las economías necesitan para defenderse de los shocks adversos y afecta negativamente

⁹ Véase Blinder, 1997b; Eichengreen *et al.*, 1999; Wyplosz, 2005; 2008 y la reseña de Panico y Vázquez, 2008.

la inflación. En cambio, la introducción de entidades técnicas independientes refuerza la capacidad de los gobiernos de resistir a las presiones sobre la política fiscal, perseverando al mismo tiempo la elasticidad y eficacia de la política gubernamental.

Algunos argumentos adicionales consolidan esta conclusión. En primer lugar, en los años 1990s una importante literatura empírica argumentó que en distintas partes del mundo (incluso América Latina), los países que cuentan con una legislación que atribuye a las Secretarías de Hacienda un mayor poder en los procedimientos de formación del presupuesto público logran mejores resultados sobre la conducción de la política fiscal (véase von Hagen y Harden, 1994; Alesina *et al.*, 1996). Reforzar el poder de la Secretaría de Hacienda, que no es un centro de gasto, sobre las otras Secretarías da como resultado, según los análisis empíricos, una conducción discrecional de la política fiscal menos desatenta a los problemas de ciclo y del crecimiento potencial de la economía.

En segundo lugar, la historia de la política monetaria muestra que pasar de la aplicación de reglas rígidas, como la regla de Friedman sobre el crecimiento de los agregados monetarios, a la introducción de reformas institucionales que otorgan discrecionalidad a autoridades independientes aumenta la eficacia de las intervenciones. Una amplia literatura ha así propuesto extender a la fiscal la experiencia de la política monetaria,¹⁰ afirmando que establecer entidades técnicas independientes incide en los procedimientos de formación del presupuesto, mejora la calidad de la política fiscal y puede inducir los mercados financieros a atribuir a las autoridades políticas una mayor credibilidad (véase Eichengreen *et al.*, 1999, pp. 424-25).

En tercer lugar, examinando la larga experiencia de la política monetaria la literatura ha aclarado cuáles formas de independencia de las autoridades técnicas son compatibles con el funcionamiento de la democracia representativa (véase Panico y Piccioni, 2016, 2018; Capraro y Panico, 2018) y ha establecido que las entidades fiscales independientes pueden fijar la dimensión del déficit público (es decir, la variación anual de la deuda pública), tomando en cuenta las necesidades cíclicas y estructurales de la economía, pero deben dejar la decisión final sobre la composición de los ingresos y de los gastos

¹⁰Muchos autores consideran que en toda política económica la discrecionalidad atribuida a autoridades independientes es más eficiente de cualquier regla numérica. Véase Fischer, 1995; Blinder, 1997b; Eichengreen *et al.*, 1999; Calmfors, 2003; Fatás y Mihov, 2003; Wyplosz, 2005, 2008; Begg, 2014.

públicos, que tienen efectos inmediatamente redistributivos sobre los beneficios de los diferentes grupos sociales, a las autoridades democráticamente elegidas. Blinder (1997b, pp. 123-24) ha añadido a esta conclusión que el proceso de delegación de algunas partes de la política fiscal a autoridades independientes puede mejorar el funcionamiento de la democracia porque obliga las autoridades de gobierno a aclarar, hasta en términos cuantitativos, los objetivos que se deben conseguir, una aclaración que las autoridades de gobierno probablemente no harían en ausencia del proceso de delegación.

A pesar del consenso que esta posición ha ido logrando en años recientes, el debate sobre la introducción de entidades fiscales independientes ha propuesto puntos de vista rivalizados sobre las funciones que estas instituciones deben realizar.

Algunos autores han afirmado que la actividad de estas entidades debe limitarse a monitorear la disciplina fiscal, cuidando que los pronósticos sobre los ingresos y los costos de las intervenciones no sean mal estimados por las presiones de los grupos económicos y políticos y que la política fiscal sea efectivamente anticíclica y reduzca el déficit público en las fases expansivas del ciclo.

Otros autores han afirmado que estas instituciones no pueden limitarse a actuar como “perro guardián” de la disciplina fiscal. Deben también participar en la individuación de una estrategia vuelta a fortalecer la estructura productiva y la competitividad internacional de la economía. En este caso, ‘el mandato sería asegurar la estabilidad de las finanzas públicas y hacer progresar la estrategia económica general del gobierno y de la nación’ (Eichengreen *et al.*, 1999, p. 424).¹¹

Finalmente la literatura ha afirmado que la introducción de estas agencias promueve el diálogo entre las autoridades monetarias y aquellas responsables de las políticas gubernamentales (véase Wyplosz, 2005), favoreciendo una mayor participación de las primeras en la estrategia de desarrollo del país y una cooperación sinérgica sobre la intervención pública.

Reflejando el amplio consenso de la literatura sobre la introducción de entidades fiscales independientes, las organizaciones internacionales han empezado a recomendarlas en

¹¹ El texto original en inglés dice: ‘Their mandate would be to insure the stability of the public finances and advance the general economic strategy of the government and the nation’.

años recientes (véase OECD, 2014, 2017 and Debrun *et al.*, 2017), abocándose, sin embargo, por limitar las actividades de estas instituciones a la función de “perro guardián” de la disciplina fiscal. Según algunos informes oficiales que usan una definición amplia de estos organismos (véase European Commission, 2013 y OECD, 2018), el número de entidades operantes en el mundo ha aumentado notablemente.

Para estos informes, el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas (CEFP) de la Cámara de Diputados de México, instituido en 1999, cumple con algunas atribuciones de las entidades fiscales independientes. Los informes consideran el CEFP una oficina de presupuesto parlamentaria diseñada sobre el modelo del *Congressional Budget Office* de EUA. Sus funciones son realizar análisis sobre temas fiscales y macroeconómicos, elaborar pronósticos para las discusiones presupuestarias y estimar el costo de nuevas medidas, iniciativas y reformas que impactan las finanzas públicas.

Un ensayo reciente del Instituto Belisario Domínguez (2016) retoma las proposiciones de un Colectivo por un Presupuesto Sostenible¹² y propone consolidar la presencia de un Consejo Fiscal en México, añadiendo a las actividades del CEFP tres nuevas tareas: ‘(i) el análisis de riesgos y temas que podrían comprometer la sostenibilidad fiscal de mediano y largo plazo, (ii) el análisis normativo y recomendaciones con base en marcos teóricos donde se especifiquen comportamientos macroeconómicos y de finanzas públicas que sean eficientes, y (iii) el monitoreo y supervisión de reglas fiscales y normas presupuestarias’ (Instituto Belisario Domínguez, 2016, p. 28).

Siguiendo las recomendaciones de las organizaciones internacionales, la iniciativa pide que México cuente con una entidad técnica fiscal similar a aquellas que la literatura sugiere. Es muy importante, sin embargo, aclarar bien que la iniciativa no se aboque por la introducción de una institución que limita sus actividades a la función de “perro guardián” de la política fiscal. Una reforma de amplio alcance, orientada hacia la institución de una agencia fiscal que también participe en la individuación de una

¹² El ensayo del Instituto Belisario Domínguez (2016, p. 29, nota 10) aclara que el Colectivo es un grupo conformado el Centro de Estudios Económicos del Sector Privado A.C. (CEESP), el Centro de Investigación Económica y Presupuestaria (CIEP), la Comunidad Mexicana de Gestión Pública para Resultados, Ethos Laboratorio de Políticas Públicas, Fundar Centro de Análisis de Investigación, Gestión Social y Cooperación A.C. (Gesoc), el Instituto Mexicano para la Competitividad A.C. (Imco), el Instituto de Políticas para el Transporte y el Desarrollo (ITDP), y México Evalúa.

estrategia vuelta a fortalecer la estructura productiva y la competitividad internacional, puede contribuir más a mejorar la calidad de las políticas públicas y a reforzar la economía.

Además, la presencia de una agencia fiscal claramente comprometida con la disciplina fiscal y el fortalecimiento de la estructura productiva puede convencer la autoridad monetaria a sostener la estrategia nacional de desarrollo, usando la discrecionalidad que tiene sobre el control de la emisión monetaria para favorecer el aumento relacionado de la inversión pública. Como se observó antes en la sección 4, en este caso la autoridad monetaria puede seguir controlando la emisión monetaria, variando el monto y la composición de los Depósitos de Regulación Monetaria y del Crédito Interno Neto.

El dialogo y la cooperación pueden también favorecer, con el pasar del tiempo, una experimentación más amplia sobre diferentes medidas de política monetaria y fiscal.

Finalmente, la calidad de la intervención pública puede beneficiarse de la introducción de agencias especializadas en infraestructuras, energías renovables, fomento agrícola, desarrollo local, etc., capaces de elaborar y realizar proyectos que produzcan los resultados deseados.

8. Conclusiones.

Para defender la economía y los ciudadanos de los efectos persistentes de la crisis se debe tener presente que las liberalizaciones y el asombroso crecimiento de los mercados financieros internacionales son la causa principal de los problemas. Es necesario defenderse de la fuerza de estos mercados generando acuerdos entre las autoridades nacionales de política económica y evitando conflictos entre ellas.

En lugar de ver la política del banco central como una fuente de problemas, las autoridades políticas deben tomar iniciativas para obtener una mejor coordinación y calidad de las políticas públicas. Deben proponer reformas institucionales que fomenten la colaboración y la cooperación de todas las autoridades y permitan identificar una estrategia nacional unitaria y compartida para fortalecer la estructura productiva y la competitividad internacional de la economía.

México, como otros países, no puede evitar estos retos si quiere defenderse de la creciente y persistente inestabilidad financiera.

Referencias bibliográficas

- Aguiar de Medeiros C., 2008, Financial dependency and growth cycles in Latin American countries, *Journal of Post Keynesian Economics*, 31(1), Fall, 79-99.
- Alesina A., Hausmann R., Hommes R., Stein E., 1996, Budget institutions and fiscal performance in Latin America, *NBER Working Paper*, n. 5586, May.
- Akyüz Y., 2006, From liberalization to investment and jobs: lost in translation, *Policy Integration Department, International Labour Office, Working Paper*, 74, Geneva, http://www.ilo.int/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---integration/documents/publication/wcms_099059.pdf
- Banco de México, 2008, *La banca central y la importancia de la estabilidad económica*, June 16.
- Basnet H.C., Sharma S.C., 2015, Exchange rate movements and policy coordination in Latin America, *Journal of Economics and Finance*, 39(4), 679–96.
- Begg I., 2014, Genuin economic and monetary union, *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Online edition. Edited by Palgrave Macmillan. DOI 10.1057/978-1-349-95121-5_2892-1.
- BIS (Bank of International Settlements), 2005, Foreign exchange market intervention in emerging markets: Motives, Techniques and implications, *BIS Papers*, N° 24, Basel, mayo.
- Blecker R., 2009, External shocks, structural change, and economic growth in Mexico: 1979–2007, *World Development*, 37(7), 1274–84.
- Blinder A.S., 1997a, What central bank could learn from academics – and vice versa, *Journal of Economic Perspectives*, 11 (2), Spring, 3-19.
- Blinder A.S., 1997b, Is Government too political?, *Foreign Affairs*, 76 (6), Nov.-Dec., 115-26.
- Blinder A.S., 2004, *The Quiet Revolution: Central Banking goes Modern*, Yale University Press.
- Bresser-Pereira L.C., 2016, Reflecting on new developmentalism and classical developmentalism, *Review of Keynesian Economics*, 4(3), Autumn, 331–52.

- Bussière M., Cheng G., Chinn M.D., Lisack N., 2014, For a few dollars more: reserves and growth in times of crises, *National Bureau of Economic Research, Working Paper Series*, 19791, <http://www.nber.org/papers/w19791>
- Calmfors L., 2003, Fiscal policy to stabilise the domestic economy in the EMU: What can we learn from monetary policy?, *CESIFO Economic Studies*, 49, 319-53.
- Calvo G.A., 2016, *Macroeconomics in Times of Liquidity Crisis*, Cambridge Mass.: MIT Press.
- Calvo G.A., Izquierdo A., Loo-Kung R., 2012, Optimal holdings of international reserves: self-insurance against sudden stops, *National Bureau of Economic Research. Working Paper Series*, 18219, July, <http://www.nber.org/papers/w18219>
- Canales-Kriljenko J.I., 2003, Foreign exchange intervention in developing and transition economies: Results of a survey, *IMF Working Paper* (WP/03/95).
- Capraro S., Panico C., 2018, Organización institucional de la política monetaria, política cambiaria y crecimiento en México en los albores del siglo XXI, *Revista de Economía Mexicana*, 3, 54-96.
- Capraro S., Perrotini I., 2012, Intervenciones cambiarias esterilizadas, teoría y evidencia: el caso de México, *Contaduría y Administración*, Vol. 57, N° 2, abril-junio, 11-44.
- Céspedes L.F., Chang R., Velasco A., 2014, Is inflation targeting still on target? The recent experience of Latin America, *International Finance*, 17 (2), Summer, 185-208.
- Chapoy Bonifaz, A., 2015, Monedas fuertes y monedas débiles, in López T.S., Mántey G., Panico C., coordinadores, *Repensando las Finanzas para el Crecimiento Estable de los Países en Desarrollo*, Mexico: FES Acatlán, UNAM.
- Debrun X., Zhang X., Lledó V., 2017, *The Fiscal Council Dataset: a Primer to the 2016 Vintage*, International Monetary Fund, March.
- Eatwell J.L., 1997, International capital liberalization: The impact on world development, *Estudios de Economía*, 24 (2), Diciembre, 219-61.
- Eichengreen B., Hausman R., von Hagen, J., 1999, Reforming budgetary institutions in Latin America: The case for a national fiscal council, *Open Economies Review*, 10, 415-42
- European Commission, 2013, Fiscal Institutions Database, https://ec.europa.eu/info/publications/fiscal-institutions-database_en

- Fatás A., Mihov I., 2003, On constraining fiscal policy discretion in EMU, *Oxford Review of Economic Policy*, 19 (1), 112-31.
- Fischer S., 1995, Central-Bank Independence Revisited, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 85, 201–6.
- Frenkel R., Rapetti M., 2009, A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done, *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 685-702.
- Frenkel R., Rapetti M., 2012, External fragility or deindustrialization: what is the main threat to Latin American countries in the 2010s?, *World Economic Review*, 1, 37-57.
- Galindo L., Ros J., 2008, Alternatives to Inflation Targeting in Mexico, *International Review of Applied Economics*, 22(2), 201-14.
- Gavin M.K., Perotti R., Talvi E., 1996, Fiscal policy in Latin America: volatility, procyclicality, and limited creditworthiness, *Working Paper, Inter-American Development Bank*.
- Hüfner F., 2004, Foreign exchange intervention as a monetary policy instrument. Evidence for inflation targeting countries, *ZEW Economic Studies 23*, Physica-Verlag, Heidelberg.
- Instituto Belisario Domínguez, 2016, Consejos fiscales, una alternativa institucional para fortalecer el desempeño y la sostenibilidad de las finanzas públicas, *Working Paper*, Agosto.
- Mántey G., 2009, Intervención esterilizada en el mercado de cambios en un régimen de metas de inflación: la experiencia de México”, *Investigación Económica*, LXVIII, número especial, 47-78.
- McKinnon R.I., 1973, *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D.C.: Brooking Institution
- MacKinnon R.I., 2002, *The dollar standard and its crisis-prone periphery: New rule for the game*, Address Delivered on the Occasion of CEMLA’s Fiftieth Anniversary, Mexico City.
- Moreno-Brid J.C., Pérez Caldentey E., Valdez L., 2017, Changing challenges in the modernization of development banks in Latin America: the case of Nacional Financiera, Mexico’s key development bank, *The IDEAs Working Paper Series*, 02/2017.

- OECD, 2014, *Recommendation of the Council on Principles for Independent Fiscal Institutions*, Public Governance and Territorial Development Directorate OECD Senior Budget Officials (SBO), OECD Network of Parliamentary Budget Officials and Independent Fiscal Institutions (PBO), February, <http://www.oecd.org/gov/budgeting/OECD-Recommendation-on-Principles-for-Independent-Fiscal-Institutions.pdf>
- OECD, 2017, *Designing effective independent fiscal institutions*, www.oecd.org/gov/budgeting
- OECD, 2018, Independent Fiscal Institutions Database, <http://www.oecd.org/gov/budgeting/OECD-Independent-Fiscal-Institutions-Database.xlsx>
- Panico C., 2014, *Política monetaria y derechos humanos: un enfoque metodológico y su aplicación a Costa Rica, Guatemala y México*, CEPAL, Naciones Unidas, 2014-027, Octubre, LC/MEX/L.1162.
- Panico C., Piccioni M., 2016, Keynes on central bank independence, *Studi Economici*, 1-3, 190-216
- Panico C., Piccioni M., 2018, Keynes, the Labour Party and central bank independence, in Naldi N., Rosselli A., Sanfilippo E., eds., *Money, Finance and Crises in Economic History: the Long-Term Impact of Economic Ideas*. Essays in Honour of Cristina Marcuzzo, London: Routledge.
- Panico C., Pinto A., 2017, Income Inequality and the Financial Industry, *Metroeconomica*, 2017;00:1–21. <https://doi.org/10.1111/meca.12165>
- Panico C., Pinto A., Puchet Anyul M., Vazquez Suarez M., 2016, A Sraffian approach to financial regulation, in Freni G., Kurz H.D., Lavezzi M., Signorino R., eds., *Economic Theory and its History: Essays in Honour of Neri Salvadori*, London: Routledge, pp. 249-270.
- Panico C., Purificato F., 2010, European policy reactions to the financial crisis, *Studi Economici*, LXV, Nuova Serie, 100, 191-218.
- Panico C., Suárez Vázquez M., 2008, Policy coordination in the Euro Area, *Studi Economici*, 96(3), 5-31.
- Prasad E.S., 2014, *The Dollar Trap: How the US Dollar Tightened its Grip on Global Finance*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Ros J., 2015, *Development Macroeconomics in Latin America and Mexico*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.

- Rosas-Rojas E., 2011, Intervención esterilizada en los mercados de cambios de América Latina: Brasil, Chile y México, *Problemas del Desarrollo*, 42 (167).
- Sayers R.S., 1976, *The Bank of England: 1891-1944*, 2 Vol., Cambridge University Press.
- Shaw E.S., 1973, *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- Tello C., 2010, *Sobre la Desigualdad en México*, UNAM, México
- Von Hagen J., Harden I.J., 1994, National budget processes and fiscal performance, *European Economy Reports and Studies*, 3, 311–408
- Wyplosz C., 2005, Fiscal policy: institutions versus rules, *National Institute Economic Review*, 191, 70–84.
- Wyplosz C., 2008, Fiscal Policy Councils: Unlovable or Just Unloved?, *Swedish Economic Policy Review*, 15, 173–92.