

# Coordinación de la Política Monetaria y Fiscal ante un escenario internacional volátil: desafíos del Plan de Desarrollo 2019-2024

*Coordination of Fiscal and Monetary policies in a volatile global economy: challenges of the National Development Plan 2019-2024*

Santiago Capraro y Carlo Panico\*

## Palabras clave

*Macroeconomía y economía monetaria, Política Monetaria, objetivos de Política económica, Política Fiscal*

## Key words

*Macroeconomics and monetary Economics, Monetary Policy, Policy Objectives, Fiscal Policy*

6

**Jel:** E, E52, E61, E62

\* Facultad de Economía, Universidad Nacional Autónoma de México.  
Email: [santiago.capraro@gmail.com](mailto:santiago.capraro@gmail.com); [panico1952@gmail.com](mailto:panico1952@gmail.com); [panico@unina.it](mailto:panico@unina.it).

## Resumen

El presente trabajo se analiza las consecuencias de la crisis financiera internacional de 2007-2008 sobre la economía mexicana y la respuesta que tuvieron las autoridades monetarias y fiscales ante el incremento de la volatilidad de los mercados financieros, especialmente el tipo de cambio. El escrito destaca el compromiso de las autoridades con la estabilidad macroeconómica y sus consecuencias sobre el crecimiento y en particular con la inversión pública. Finalmente, se propone un nuevo paradigma de coordinación de la política fiscal y monetaria para llevar adelante en el nuevo Plan de Desarrollo.

## Abstract

This paper studies the consequences of the 2007-08 global financial crisis on the Mexican economy and the answers of the monetary and fiscal authorities on the increase of the volatility of the financial markets, particularly that of the exchange rate. The paper highlights authorities' commitment with macroeconomic stability and its consequence on economic growth, mainly on public investment. Finally, it proposes a new paradigm for coordinate the fiscal and monetary policies in the new Development Plan.

## Introducción

En el periodo 2011-2018 la tasa de crecimiento exponencial de la economía fue de solo 2.2%, menor a la tasa de 2.4% a la que creció la economía en el periodo 2002-2006; por tanto, la economía mexicana después de la crisis financiera internacional (CFI) de 2007-2008 ha experimentado un periodo de estancamiento que agrava la situación de lento crecimiento que sufre México desde la crisis de deuda de los años 1980. Además, se debe considerar una distribución del ingreso más regresiva y una estructura productiva menos competitividad internacionalmente.

El objetivo del presente trabajo es examinar cómo contrarrestar los efectos de la CFI. A diferencia de una literatura crítica que considera la política cambiaria y la consecución de un tipo de cambio real estable y competitivo como la clave para solucionar los problemas de la economía mexicana,<sup>1</sup> el ensayo considera que la reorganización institucional de la política macroeconómica el elemento clave para salir de la agonía en la que se encuentra la economía nacional.

Para defenderse 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 demás políticas gubernamentales a un papel secundario. Esta elección ha logrado conseguir estabilidad en el poder adquisitivo de la moneda, pero ha generado una caída en la inversión pública que, junto con la privada, son las herramientas clave para mejorar la productividad y la competitividad internacional de la economía nacional.

<sup>1</sup> Véase Galindo y Ros, 2008; Blecker, 2009; Frenkel y Rapetti, 2009, 2012; Ros, 2015; Bresser-Pereira, 2016.

El ensayo argumenta que las reformas institucionales deben tomar en cuenta la presencia de una industria financiera internacional compleja y poderosa, y que es necesario preservar la fuerza que tiene el banco central y el reconocimiento que esta institución goza en los mercados financieros. Por tanto, se requiere mantener esas fortalezas, pero generar nuevas formas de cooperación sinérgicas entre las distintas autoridades gubernamentales para devolverle márgenes de discrecionalidad a la política fiscal, tratando de aumentar por esta vía la inversión pública.

El ensayo se estructura de la siguiente manera: la sección 2 considera el incremento en la volatilidad de los mercados internacionales después de la CFI. La sección 3 da cuenta de la coordinación de la política fiscal y la monetaria para contrarrestar el incremento en la volatilidad del tipo de cambio. Luego, la sección 4 describe el proceso de ajuste de la inversión pública en los años posteriores a la CFI. Finalmente, se concluye.

### 1. Incertidumbre, volatilidad y reservas internacionales

La caída de los acuerdos de Bretton Woods en 1971 y el reemplazo de los regímenes de tipo de cambio fijo por tipos de cambio flexibles produjo nuevas formas de entender el funcionamiento del sistema financiero internacional y de las relaciones entre divisas. La literatura ha desarrollado los conceptos de “dinero permanente”, “dinero transitorio”, “divisas de clase A” y “divisas de clase B”<sup>2</sup> 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 que los activos denominados en ellas son de una calidad superior a la de aquellos denominados en otras divisas (“de clase B”).

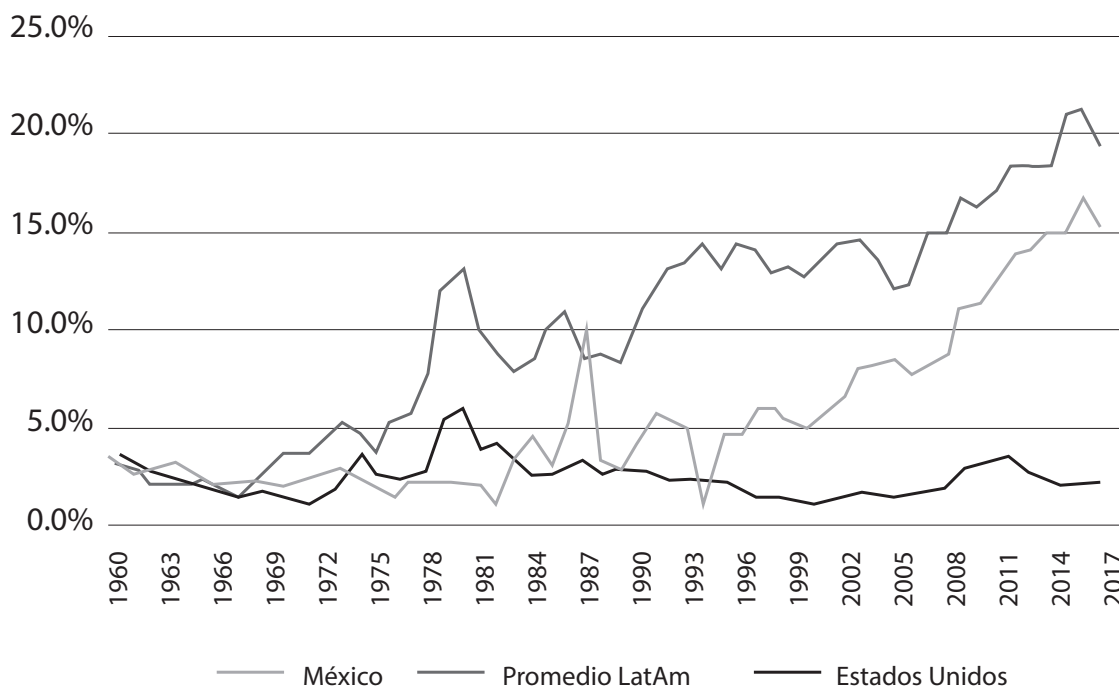
En épocas de baja incertidumbre el capital especulativo fluye de los países ricos a los pobres aprovechando los rendimientos altos que estos pagan. Sin embargo, cuando aumenta la incertidumbre en los mercados financieros, los capitales regresan abrupta y cuantiosamente a los países más ricos, independientemente de las razones por las cuales se incrementó la incertidumbre. Un ejemplo de esta dinámica durante la crisis de 2008 fue la quiebra de Lehman Brothers que puso al sistema financiero estadounidense al borde de un colapso general; sin embargo, al mismo tiempo se produjo una apreciación del dólar frente a las monedas de América Latina.

La existencia de divisas de clase A y B genera comportamientos diametralmente opuesto de la política monetaria entre los países desarrollados y en desarrollo. 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.

La información estadística confirma que, a diferencia de los países ricos, los países de ingreso medio y pobres de América Latina han tenido que aumentar la acumulación de reservas internacionales (Gráfica 1), lo que implica invertir ahorro nacional en activos financieros de los países centrales. Contradiciendo las promesas de los años 1970, ya que la apertura y liberalización de los mercados financieros han obligado a los países más pobres a financiar a las economías desarrolladas.

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

**Gráfica 1** Evolución de la ratio Reservas Internacionales a PIB (%), varios países, 1960-2017



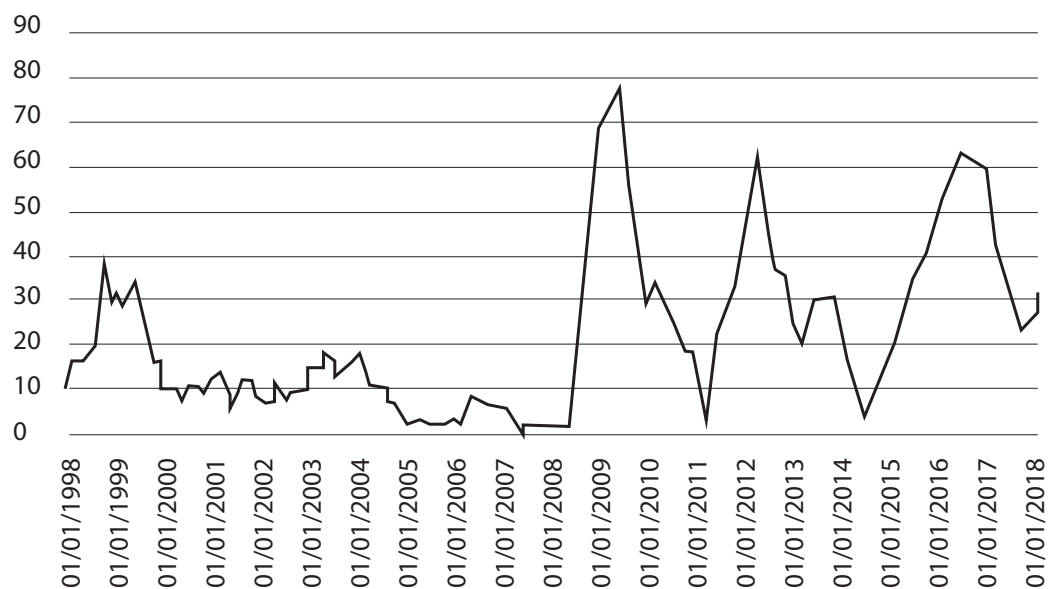
Fuente: Indicadores Globales del Desarrollo del Banco Mundial. Referencias: LatAm: promedio de Brasil, Chile, Colombia y Perú.

El crecimiento de las reservas internacionales 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 Gráfica 2 muestra que las variaciones diarias del tipo de cambio nominal mayores a  $\pm 1\%$  han aumentado después de la quiebra de Lehman Brothers en la economía mexicana. Los movimientos de los tipos de cambio nominal de los países latinoamericanos presentan una tendencia estocástica común; por tanto, tienden a devaluarse simultáneamente cuando aumenta la incertidumbre en los mercados internacionales (véase Basnet y Sharma, 2015), lo que implica una pérdida de autonomía en la conducción de las políticas

monetarias de los estados nacionales.

Esta situación contrasta drásticamente con la evolución que tenían las variables nominales (v.gr. el tipo de cambio en México, principalmente en el periodo 2002-2008) durante el periodo previo a la crisis que se denominó “La Gran Moderación” (Bernanke, 2004) y que se extendió desde 1985 a 2007. La inestabilidad aumenta las restricciones que tienen los gobiernos para llevar adelante políticas económicas activas, ya que a las trabas tradicionales hay que sumar la reacción de los agentes de los mercados financieros internacionales, que sobreaccionan ante noticias de suba del gasto público o disminuciones de la tasa de interés tendientes a mejorar el nivel de actividad.

**Gráfica 2** Cantidad de días con variaciones del tipo de cambio nominal mayores a  $\pm 1\%$  en el último año en México, 1998-2018



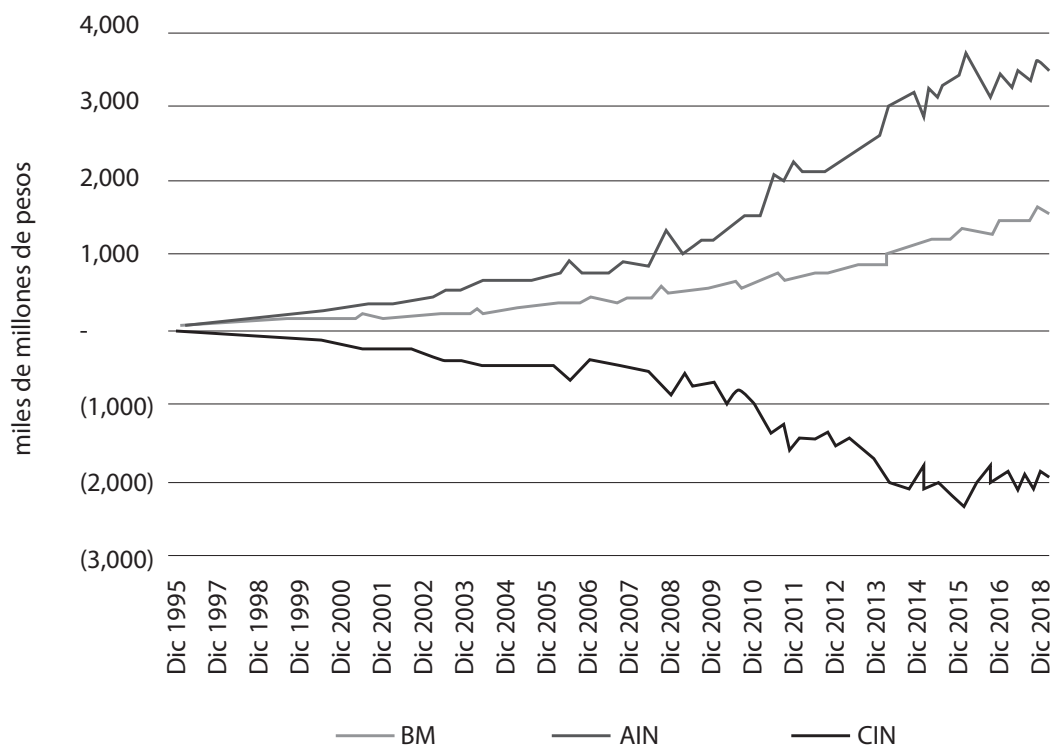
Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México.

La literatura afirma que la acumulación de reservas internacionales se realiza para generar confianza en los operadores financieros. De acuerdo con 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 goce del consenso y de la confianza de la industria financiera internacional.

## II. 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 interno neto (CIN), es decir, del crédito neto del sector público y del sector bancario con el banco central (véase la Gráfica 3).

**Gráfica 3** Evolución de la base monetaria, de los activos internacionales netos y del crédito interno neto



Fuente: nuestra elaboración sobre datos del Banco de México. Referencias: BM: base monetaria; AIN: activos internacionales netos; CIN: crédito interno neto.

El aumento del CIN 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 liquidez generada por la compra de reservas oficiales.

De esta manera el banco central impone una esterilización de 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 más convenientes que aquellos “en Pesos” porque les permiten movilizar sumas que entregan al banco central por motivos de regulación monetaria. La elección entre emitir “Depósitos en Pesos” o “en Valores Gubernamentales” implica que Banco de México 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).

12

**Cuadro 1** *Pasivos de regulación monetaria del Banco de México, 2008-2018*  
(valores en porcentaje del PIB nominal)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
(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	1.0	0.9%
(B) Depósitos de Regulación Monetaria en Valores Gubernamentales	1.7	2.2	1.8	3.7	5.5	6.4	6.8	7.0	5.0	4.3	3.8%
(C) Depósitos de Regulación Monetaria en Valores Gubernamentales de negociabilidad limitada	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4%
(D) 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	3.4	3.0
(E) A+B+C+D	4.4	5.2	5.0	5.4	7.3	8.5	11.2	10.8	9.1	9.1	8.1

Fuente: Balance general del Banco de México

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 cuenta, prohibiendo que su saldo exceda el límite de 1.5% de las erogaciones previstas en el Presu-

puesto de Egresos de la Federación. 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 ha sido cercano a 10% del PIB (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 nueva en términos históricos en México. 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.

### III. La contracara de la acumulación de reservas: disminución de la inversión pública

A partir de las dos secciones anteriores se infiere que existe coordinación entre la política monetaria y la fiscal; y que la misma se ha reforzado a partir de las consecuencias negativas que ha generado el incremento de la volatilidad en los mercados financieros, que en el caso de México se expresa en un incremento de la variabilidad del tipo de cambio nominal.

Sin embargo, la coordinación se realiza exclusivamente para lograr la estabilidad tanto de los precios como del mercado financiero.

Lo que implica continuar con el supuesto que las autoridades económicas deben generar estabilidad en la economía y con ello el crecimiento y el desarrollo se generará a través de la asignación eficiente de los recursos por parte del mercado.

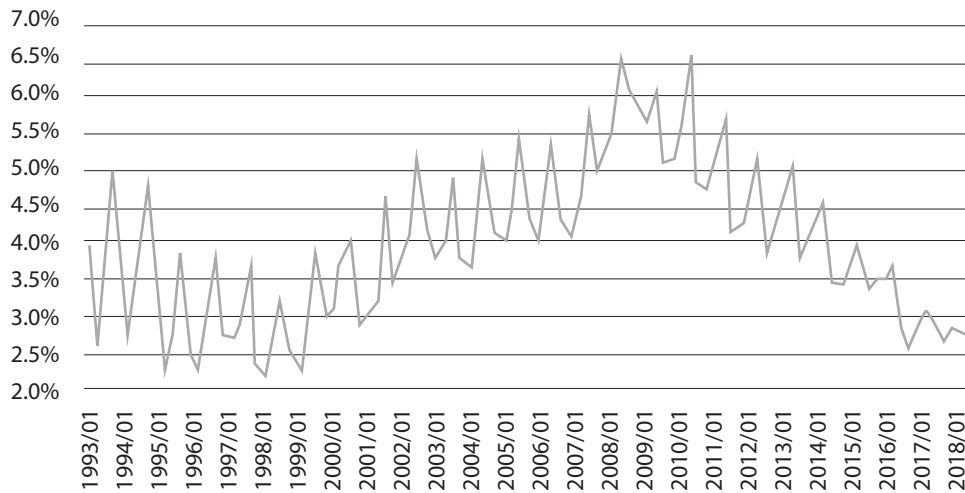
Esta coordinación se ha consolidado institucionalmente en la conformación en 2010 del Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero (CESF) del cual participan la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y el Banco de México entre otras instituciones.<sup>3</sup> Este organismo apoya una integración de México a la globalización financierizada en la cual la totalidad de las políticas macroeconómicas deben supeditar sus acciones a la consecución del objetivo de estabilidad como objetivo primario, como surge de su último informe al afirmar que: "... México es un país altamente integrado tanto financiera como económicamente con el exterior. Dicha integración se ha sustentado en gran medida en condiciones macrofinancieras sólidas, principalmente una política monetaria prudente, finanzas públicas sanas, un sistema financiero saludable y un déficit de la cuenta corriente moderado. Por todo lo anterior, resulta fundamental que las autoridades permanezcan vigilantes para que dichas condiciones macrofinancieras se mantengan, incluso ante las posibles vulnerabilidades ya mencionadas que podría enfrentar la economía del país." (CESF, 2019, p. 14).

La subordinación de la política fiscal a los objetivos de estabilización macrofinanciera de la política monetaria se reflejan en los años posteriores a la gran crisis financiera de 2007-2010 se refleja en una marcada disminución de la inversión pública en el periodo 2010-2018 como muestra la Figura 4. El ajuste ha llevado a la inversión gubernamental a los niveles más bajos de los últimos 25 años; en 2018 la inversión fue de solo 2.8% del PIB, solamente en 1998 se registra un nivel más bajo.

3 Las demás instituciones que conforman el CESF son: la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas, el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario y la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro.

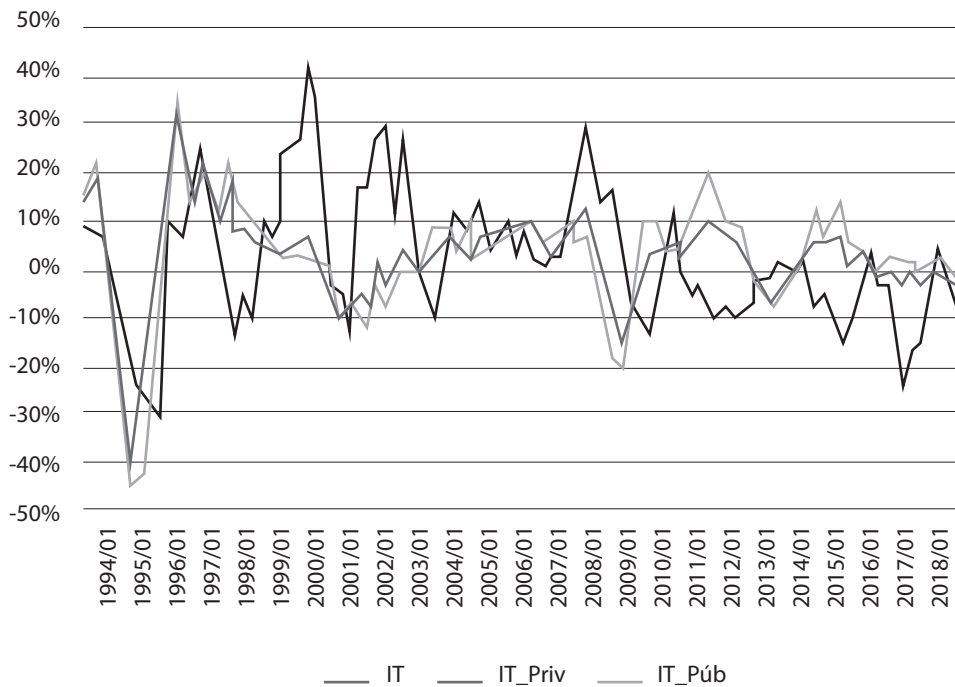


**Gráfica 4** Evolución de la inversión pública en México, 1993-2018 (% del PIB, a precios de 2013)



Fuente: elaboración propia con datos de INEGI.

**Gráfica 5** Tasa de crecimiento de la inversión total, privada y pública; 1994-2018 (a precios de 2013)



Fuente: elaboración propia con datos de INEGI. Referencias: IT: inversión total; IT\_Priv: inversión privada; IT\_Púb: inversión pública.

La tasa de disminución exponencial de la inversión pública fue 5.0% anual entre 2009 y 2018. Sin embargo, el problema no sólo es la disminución de este componente clave de la demanda efectiva, ya que como muestra la Gráfica 5 la inversión pública presenta una mayor volatilidad que la inversión privada; por tanto, en vez de ser un componente anticíclico y procurar estabilidad de la actividad económica es procíclico lo que implica que le ha imprimido mayor volatilidad a la evolución 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.

## Conclusión

La forma en la cual se ha organizado la política macroeconómica en México responde a las características de un régimen de metas de inflación clásico (Woodford, 2003); sin embargo, la CFI llevó a las autoridades de México (Banco de México y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público) a organizarse para contrarrestar los efectos negativos de la CFI.

La coordinación se hizo explícita en el CEFS. Además, continuó la coordinación implícita para esterilizar el aumento de las reservas internacionales del banco central.

Sin embargo, este trabajo conjunto se acotó a fortalecer el compromiso de las autoridades mexicanas con la estabilidad económica, no solo de los precios<sup>4</sup> sino también la estabilidad financiera.

El Plan de Desarrollo debe tener presente la coordinación que existe en la actualidad entre la política monetaria y la fiscal para ampliar los objetivos de ese trabajo conjunto. Es apremiante incluir explícitamente en el CEFS un objetivo de crecimiento explícito que pueda potenciar los efectos de la política macroeconómica sobre el desarrollo de la economía nacional. Es clave que este objetivo debe implicar una meta para la inversión pública que contemple que la misma no debe disminuir más allá del 4.5% del PIB y su evolución no debe ser procíclica.

La capacidad del Banco de México para mantener la estabilidad monetaria y financiera se debe fortalecer, no debilitar. Para este fin se debe agregar a las herramientas que ya posee para enfrentarse a los mercados internacionales una coordinación más eficiente con las demás autoridades gubernamentales. 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.

4 El gobernador del Banco de México recientemente resaltó la importancia de la estabilidad de precios al afirmar que "...la importancia de un entorno de estabilidad de precios [...] genere certidumbre para la planeación de todos los participantes de la economía, que permita dirigir los recursos de manera más eficiente, que promueva la inversión en proyectos productivos de largo plazo con amplios beneficios sociales y que proteja el poder adquisitivo de los salarios. Estas condiciones son un requisito indispensable para cualquier proceso de crecimiento económico sostenible." (Díaz de León, 2019, p.4).

## Bibliografía

- Aguiar de Medeiros C., 2008, Financial dependency and growth cycles in Latin American countries, *Journal of Post Keynesian Economics*, 31(1), Fall, 79-99.
- Bernanke, B., 2004, The Great Moderation, Eastern Economic Association. Disponible en <https://bit.ly/2Oz9AJ6>
- Blecker R., 2009, External shocks, structural change, and economic growth in Mexico: 1979–2007, *World Development*, 37(7), 1274–84.
- 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>
- 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>
- 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.
- Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero (CESF), 2019, Informe anual sobre el estado que guarda la estabilidad del sistema financiero en México y sobre las actividades realizadas por el Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero, marzo de 2019.
- 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.
- Díaz de León, A., 2019, Discurso durante la Octogésima Segunda Convención Bancaria, disponible en <https://bit.ly/2CB4d7A>.
- 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.
- Galindo L., Ros J., 2008, Alternatives to Inflation Targeting in Mexico, *International Review of Applied Economics*, 22(2), 201-14.
- 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.
- 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.
- Woodford, M., 2003, *Interest and Prices*, Princeton y Oxford: Princeton University Press.