

Contenido

Impresiones

Noemi Levy Orlik

La viabilidad de la política económica de la 4T: primer año de gobierno
The economic viability of the 4T (fourth transformation): the first year of government

Jamel Kevin Sandoval Hernández González, Samy Yandamy Morales Guillén

Régimen Monetario y Estancamiento Secular
Monetary Regime and Secular Stagnation

3

4

22

39

40

60

Perspectivas

Hilda Gabriela Ortiz Díaz

La financiarización del consumo en México. Análisis del crédito al consumo y sus efectos en el mercado interno y la demanda agregada
The financialization of consumption in Mexico. Analysis of the consumer credit and its effect on the domestic Market and aggregate demand

Reseña

Ismael Valverde-Ambriz

Reseña al libro: *Alternativas de Política Monetaria en la Poscrisis* de Ignacio Perrotini Hernández y Juan Alberto Vázquez Muñoz
(Facultad de Economía-UNAM, 2019, 285 pp.)



ECONOMÍA INFORMA

ECONOMÍA INFORMA | 418 | SEPTIEMBRE - OCTUBRE 2019 |





Impresiones

La viabilidad de la política económica de la 4T: primer año de gobierno

The economic viability of the 4T (fourth transformation): the first year of government

Noemi Levy Orlik*

Palabras clave

4

Aspectos Macroeconómicos de las finanzas Públicas

Objetivos de Política económica

Economía del Sector Público

Desarrollo económico

Key words

Macroeconomic Aspects of Public Finance

Policy Objectives

Public Economics

Jel: E6, E61, H, O1

* Facultad de Economía, UNAM, correo electrónico: levy@unam.mx. Este trabajo se hizo como parte del Proyecto PAPIIT IN305217

Resumen

Las elecciones presidenciales de 1ero de julio de 2018 abrieron una nueva etapa en la economía mexicana, denominada como la cuarta transformación (4T). El titular del ejecutivo que encabeza esta transformación tiene como objetivo hacer una gran transformación de la economía mexicana, la cual, sin embargo, está limitada por una gran presión política, por parte de los representantes del capital nacional e internacional. En este trabajo se revisan las políticas económicas de la 4T, vía el análisis de los componentes del gasto y el déficit público del primer año de gobierno. Se postula que estamos ante un cambio, aun tímido, de la política económica, con la grave limitante que el gobierno ha erogado un monto extremadamente reducido del gasto público aprobado. Entonces, aunque la economía mexicana no está sujeta a las típicas políticas de austeridad fiscal de los gobiernos neoliberales, se enfrenta a un bajo crecimiento económico por el reducido ejercicio del gasto público.

Abstract

The presidential elections of July 2018 opened a new period in the Mexican economy, named as the “fourth transformation” (4T). The president that leads this transformation aims to make a great transformation of the Mexican economy that, however, is strongly opposed by the national and international representatives of the private capital.

In this paper, the economic policies of the “4T” is critically discussed through the public spending components and the fiscal deficit of the first year of office. It is argued that the Mexican government is heading a transformation of the economic policy, still very mild, with the serious limitation that the government spending in the first year of office is extremely low in relation of the approved fiscal budget. So, although the Mexican economy is not subjected to the typical austerity policies of neoliberal governments, it faces low economic growth due to the reduced exercise of public spending.

Introducción

Los representantes de la élite política y económica dominante fueron derrotada en la elección del 1ro de julio de 2018. La presidencia de la república fue ganada por un político que rechaza la visión teórica y el ordenamiento del modelo Neoliberal. Después de ocho décadas regresa a la presidencia de la república un representante político apoyado por las clases más pobres y excluidas del modelo económico, cuyo lema central es “Primero los Pobres”.

La coalición política que obtuvo la victoria y accedió al poder ejecutivo en diciembre de 2018, a contracorriente de la visión ideológica internacional dominante, prometió romper con el régimen económico-social imperante a través de la “Cuarto Transformación” (“4T”). En lo económico, esta transformación está encabezada por políticas de “Austeridad Republicana” (o incluso Franciscana), cuyo objetivo es imponer una nueva realidad social y económica a través del combate a la corrupción, la reorganización del gasto del público en favor de los sectores excluidos (jóvenes, adultos mayores, indígenas), desplegar una reorganización económica vía un desarrollo regional y gasto en infraestructura, y tres proyectos económicos centrales (la refinería “Dos bocas”, aeropuerto “Luis Felipe” y el “Tren Maya”), con una clara rectoría del gobierno en las actividades económicas. Este proceso se propone realizar sin modificar la estructura impositiva, al menos en los tres primeros años, ni incurrir en deuda pública e, incluso, hay un compromiso de operar con superávit primario.

La propuesta económica de la “4T” ha sido duramente criticadas por un amplio espectro académico, político e ideológico de la sociedad mexicana. La corriente neoliberal, defensora del status quo, esta enfurecida con la decisión de cerrar el proyecto del Nuevo Aeropuerto Internacional (NAIM); adicionalmente se oponen

al regreso de las restricciones al capital privado en la operación del sector de hidrocarburo y energético; y critican las políticas de eliminar las prerrogativas impositivas y la corrupción alrededor de las compras gubernamentales. El espectro opuesto reclama la necesidad de incrementar el gasto público, realizar una reforma impositiva progresiva, desplegar políticas de industrialización, y cuestiona el superávit primario. A ello debe añadirse los magros resultados de las variables que miden el producto interno bruto, el despido masivo de empleados públicos (trabajadores de confianza), aunque se reconoce que hubo un aumento al salario mínimo y se ampliaron las transferencias hacia los más pobres, sin mediación de intermediarios (i.e., libres de corrupción).

La discusión sobre las bases en que debe sustentarse la política económica no es nueva en la corriente de pensamiento liberal – progresista de izquierda. Estos planteamientos están cimentados en la teoría de la Demanda Efectiva que, en la posguerra lograron consensos básicos, en torno a la intervención directa de los gobiernos en la economía, vía la inversión productiva, con el objetivo de crear condiciones de pleno empleo, y garantizar seguridad social a la población. Estos consensos fueron cuestionados posteriormente por la visión Neoclásica (sustento del Neoliberalismo) que desplazó el pleno empleo como objetivo económico por la estabilidad de precios, resumida en la famosa NAIRU (Tasa Natural de desempleo no aceleradora de inflación, Modigliani y Papademos, 1975).

El objetivo de este trabajo es revisar la literatura de la Demanda Efectiva en torno al gasto y el déficit público, recuperando la discusión los aspectos políticos–económicos del pleno empleo, seguido por un análisis de las condiciones económicas de México, previo al

triunfo de la “4T” y un análisis del Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF) 2019.

La hipótesis de este trabajo es que el Programa de Egresos de la Federación (PEF) de 2019 reorganizó tímidamente el gasto público, y no se asemeja a los famosos programas de “Austeridad Fiscal” Neoliberales, desplegadas en los años de 1980 y después de la crisis de 1994, que paralizaron las economías y contrajeron la tasa de crecimiento del producto interno bruto (PIB) en varios de varios puntos porcentuales y redujeron el poder de compra de los asalariados. Sin embargo, la gran debilidad del gobierno de López – Obrador ha sido la lentitud de ejercer el gasto presupuestal aprobado, lo cual, en parte, se puede explicar por la tremenda corrupción en torno a la actividad pública, y la dificultad en erradicarla. Y, aunque es cierto el señalamiento del presidente de la república que el desarrollo no puede medirse sobre la base del crecimiento del PIB es imposible distribuir y lograr desarrollo sin crecer.

1. La teoría de la demanda efectiva y el crecimiento económico

La teoría de la Demanda Efectiva se nutrió de las crisis económicas de inicios del siglo pasado, que provocaron agudos procesos de desempleo y empobrecimiento de la clase trabajadora, para proponer políticas económicas contra-cíclicas. Una de las particularidades del sistema capitalista oligopólico, surgido a fines del siglo XIX, duramente cuestionado por la crisis de 1929 y las dos guerras mundiales del siglo XX, fue el insuficiente gasto de capital privado y la fuerte concentración del ingreso en poder de los dueños de capital, a lo cual debe añadirse la poca efectividad de la reducción de la tasa interés sobre los créditos, la inversión, y la empleo.

En este contexto surge un consenso en torno a la generación de políticas de intervención directa del gobierno en la actividad económica y la creación de un Estado de Bienestar Social. El cual sin embargo, se rompe en alrededor de 1970, con la contra-revolución teórica dirigida por las Expectativas Racionales (antecedida por la Síntesis Keynesiana) que culminan con el Nuevo Consenso Neoclásico, base del orden económico Neoliberal, donde el objetivo de pleno empleo es mediatisado por la estabilidad de los precios, y señaladamente se rechaza la intervención gubernamental en la actividad económica.

De acuerdo a Keynes, la teoría de la Demanda Efectiva sostiene que para alcanzar el pleno empleo se requiere “socializar la inversión”, la “eutanasia de los rentistas” y crear un “fondo nacional de la inversión”. Y, añadió, el gobierno en periodos “normales” para mantener el pleno empleo debe operar con una cuenta de capital deficitaria y una cuenta corriente superavitaria, en el marco de un equilibrio fiscal. Sin embargo, en periodos de crisis, el gasto debe exceder al ingreso público y se debe operar con déficits en ambos rubros de las cuentas públicas, para neutralizar la caída del empleo.

Las primeras dos propuestas son discutidas por Keynes en 1936. La “socialización de la inversión” supone que los gobiernos están en mejores condiciones para calcular la eficiencia marginal de los bienes de capital a largo plazo (Keynes 1936: 157-8), por ello, los gobiernos deben “asumir una responsabilidad cada vez mayor en la organización directa de las inversiones, ya que probablemente las fluctuaciones en las estimaciones del mercado en la eficacia marginal, de las diferentes clases de capital ... serán demasiado grandes para contrarrestarlas con alguna modificación factible de la tasa de interés”, (Keynes, 1936:149). Y, concluye: “Creo, por tanto, que una socialización bas-

tante completa de las inversiones será el único medio de aproximarse a la ocupación plena; aunque esto no necesita excluir cualquier forma, transacción o medio por los cuales la autoridad pública coopere con la iniciativa privada, [Keynes, 1936: 332-33].¹

La “eutanasia de los rentistas” descansa sobre el supuesto que el dinero se crea *ex-nihilo* (de la nada), la tasa de interés de largo plazo es una variable monetaria, y cuando es demasiada alta, genera ganancias de capital (la distribución del ingreso favorece a los rentistas) e impide el pleno empleo. A partir de ello, Keynes, planteó reducir la tasa de interés de largo plazo hasta alcanzar condiciones de pleno empleo. Y, concluye, no hay razón alguna para que el capital sea escaso y, la vía para lograrlo es que la tasa de interés se reduzca y que el inversionista sin funciones (rentistas) no reciba bonificación alguna, (936:331) y, agrega el rendimiento global de los bienes durables, “debe cubrir los costos del trabajo de la producción más un margen para el riesgo y el costo de la habilidad y la supervisión (Ibid).²

El “fondo nacional de inversión” fue planteado en 1943. Su objetivo fue regular los flujos de inversión mediante el control apropiado de financiamiento de largo plazo a bajos costos (reducidas tasas de interés), con estímulos a determinados proyectos de inversión, o sea desplegar una política industrial, véase (Key-

1 Skidelsky 2000, aclaró que Keynes “se basó en políticas de inversión constantes del sector público sobre los cuales descansa la estabilidad de la economía; con una acción de gobierno en el margen que acelere o retarde los proyectos de inversión pública” Skidelsky, (2000):274.

2 El principio de eutanasia de los rentistas posteriormente fue retomado por los Pos-Keynesianos. Se desarrollaron tres propuestas que son “tasa de interés justa” de Pasinetti, (1980), estacionar las tasas de interés, en términos reales, a un monto positivo pero cercano a cero, Smithin (1996) y “tasa nominal igual a cero”, Wray (2004).

nes, 1982:137). El gobierno o entidades semi-públicas deben controlar los grandes montos de liquidez para garantizar el pleno empleo.

Finalmente, Keynes (1943) en las discusiones en torno al Reporte Beveridge³ propone operar con una combinación de cuentas de capital estructuralmente deficitarias y cuentas corrientes estructuralmente superavitarias, a fin de lograr equilibrios fiscales, y reducir la oposición a la intervención pública en la economía. Su razonamiento fue que el gasto de capital amplía la oferta (capacidad productiva instalada) y, también a la demanda de fuerza de trabajo e insumos (salarios y ganancias), la inversión crea su propio ahorro, y parte del creciente ingreso se convierte en impuestos, equilibrando la cuenta pública, ex –post. Entonces, solo en períodos “anormales”, dominados por una contracción de la actividad económica, se debe desplegar déficits fiscales. Específicamente, “si, por una razón u otra, el volumen de la inversión planificada fracasa en generar equilibrios, la falta de balance debe ser corregida, desequilibrando de una forma u otra la cuenta corriente. Así, el déficit fiscal es una medida de última instancia, que sólo entra en juego si la maquinaria presupuestal de la cuenta de capital deja de funcionar” (Keynes, 1943:352).

En esta discusión Keynes insinúa que el déficit público puede tener objeciones políticas – ideológicas. En sus palabras: “Recientemente leí un artículo interesante sobre el déficit fiscal de Lerner (1943) donde muestra que, en los hechos, ello no supone un aumento

infinito en la deuda nacional, debido a que en el curso del tiempo el interés en la deuda anterior toma lugar bajo una nueva deuda. (Él, por supuesto, está pensando en un déficit crónico de poder de compra en vez de uno intermitente). Su argumento es impecable, pero, aunque el cielo lo permite quien se atrevería proponer ese argumento a los comunes en estos tiempos, (Keynes, 1943:320), cursivas nuestras. Las objeciones políticas de intervención gubernamental son desarrolladas por Kalecki, el otro pilar fundacional de la Demanda Efectiva.

Kalecki, también, promueve el gasto público (y déficit fiscal) bajo el supuesto que el gasto de inversión es inestable por la recirculación parcial de las ganancias capitalistas al sector productivo (*ibid* 1971). Este autor propone suavizar los ciclos económicos vía la intervención del gasto público en la economía, que permite restaurar las ganancias del sector empresarial, y el empleo, porque “el sector privado de la economía recibe más ingreso (vía gasto gubernamental) de lo que pagan en impuestos, [*ibid*, 1971:100-102].

Sin embargo, Kalecki (1943) advirtió que, pese a los beneficios de los déficits de la cuenta pública sobre las ganancias capitalistas, en conjunto la clase capitalista (particularmente los “capitanes de las empresas”) se oponen a la interferencia gubernamental con base en dos aspectos políticos y uno económico. La primera objeción es que las políticas de empleo provocarían la pérdida de control de los empresarios sobre las decisiones económicas y conllevaría al deterioro de la confianza de los capitalistas; lo cual convirtieron en una poderosa arma indirecta de control sobre la política gubernamental. La segunda objeción, también política, rechaza a la inversión pública y el subsidio del consumo, porque la decisión sobre el gasto de la inversión es una función privativa del sector empresarial (aceptando que pueden

³ El Reporte Beveridge, oficialmente intitulado “Social Insurance and Allied Services, es un documento de discusión presentado al Departamento de Tesorería y al Parlamento británico (noviembre de 1942) que contenía propuestas económico - sociales para enfrentar la reconstrucción de ese país después de la Segunda guerra Mundial. Es una de los documentos más importantes que da sustento al Estado de Bienestar.

ejercer gasto de infraestructura). Kalecki, también advierte que hay una oposición al subsidio al consumo masivo con base en el supuesto “ético” de que “te ganaras el pan con el sudor de tu frente”. Finalmente, el aspecto económico de rechazo al pleno empleo se debe a los cambios políticos y sociales de este fenómeno, específicamente que el pleno empleo, reduce el ejército industrial reserva, fortalece el poder político de la clase obrera, y exigen una mejor distribución del ingreso.

Una vía alternativa para restaurar el gasto capitalista (y lograr pleno empleo), muy atractiva para los críticos liberales de izquierda del actual gobierno, es gravar las ganancias brutas no reinvertidas, (Kalecki, 1936, 1937, citado en López, 2012). Dichos impuestos expandirían el fondo empresarial disponible para la inversión, que recolecta el gobierno, y podrían ampliar el gasto público. La bondad de esta política es que el incremento de los impuestos no modifica a las decisiones de la inversión (privada) porque las ganancias netas no son afectadas por los impuestos. Y, se subraya las decisiones de periodos inmediatamente anteriores sobre el gasto de la inversión (i.e., incrementos impositivos) no cancelan los proyectos corrientes, por las dificultades prácticas y los costos que generan el cambio de decisiones. Sin embargo, la clase empresarial rechaza aún más esta política porque pierden el controlar sobre la distribución y composición de su riqueza. Ello, incluso el propio Kalecki, en dos trabajos referentes a la economía de Estados Unidos, abandona este planteamiento, por los efectos sobre la “credibilidad del sector privado”, [Kalecki 1956[1991] y 1962[1991], citado en López, 2012].

Podemos concluir este apartado señalando que la corriente teórica (Síntesis Keynesiana) que domino la política económica en la posguerra y desplegó políticas publicas so-

bre la base de déficits fiscales tergiversaron los planteamientos de Keynes y Kalecki en tanto se concentrar en el gasto corriente sin ampliar la capacidad productiva. Se impulsó la “política de sintonía fina”, resumido en “cavar hoyos para posteriormente taparlos”.

2. El estado de la economía mexicana previo a la “4T”

La economía mexicana, en las últimas cuatro décadas, ha sufrido profundas transformaciones. El modelo de Industrialización por Sustitución de Importaciones se volvió insostenible a la luz del resquebrajamiento del sistema financiero de la posguerra y la gran dependencia externa, provocada por la debilidad estructural del sector acumulación, combinada con una especialización productiva en bienes manufacturados complejos (Fujii & Levy, 1993). La desregulación, privatización y globalización del sector productivo provocó una apertura económica desmedida y acelerada. Se impuso un modelo dinamizado por las exportaciones que reprodujo la fatídica combinación de bienes complejos (esta vez dirigidos al sector exportador) y un sector de acumulación aún más débil.

En la década de 1990 se impuso el modelo Neoliberal, liderado por las exportaciones y tuvo lugar una profunda extranjerización de la economía mexicana, sintetizada en el Tratado del Libre Comercio (1994) y acelerada por la crisis financiera mexicana (diciembre de 1994). El capital financiero y no financiero traspaso su control a las grandes multinacionales, que dominaron los sectores productivos más dinámicos (en términos de exportaciones, con excepción del sector petrolero y eléctrico por limitaciones institucionales a la inversión extranjera, Levy 2019), y el sector financiero bancario y no bancario (Levy & Domínguez 2016).

La tercera etapa del modelo liderado por las exportaciones fue la transnacionalización del sistema económico mexicano que, se distinguió, primero, por la internacionalización del peso mexicano vía la operación de instrumentos financieras con subyacentes en esta moneda, desde cualquier lugar del mundo y por cualquier inversionista institucional (residente o no residente) y, segundo, la creación de multinacionales de origen doméstico. La internacionalización del peso mexicano fue exitosa, ocupó el primer lugar de los países emergentes hasta 2013, desplazada posteriormente a un segundo lugar por la moneda China (Levy, 2018). Por su parte, las multinacionales (extranjeras) que operan en México no se aliaron al capital mexicano, ni se enlistaron al mercado de valores, operaron como filiales en México, en el sector productivo, a partir de la ventaja comparativa de salarios reducidos; mientras las multinacionales de capital mexicano se aliaron al capital extranjero (vía fusiones y adquisiciones) para expandirse al resto del mundo, también, al margen del mercado financiero mexicano (Levy, 2019).

Entonces la extranjerización de la economía mexicana se hizo al margen del mercado financiero doméstico, lo cual, impidió que dicho mercado se profundizara. Este proceso se agudizó con la Crisis Financiera Global (2008) que generó un gran influjo de capitales hacia México, profundizó el mercado financiero, pero con base en los intereses del capital transnacional, o sea dirigido por títulos de corto plazo, altamente volátiles, y altos rendimientos.

Este conjunto de condiciones generó una combinación de crecimiento *sui generis*: un modelo liderado por las exportaciones, con déficit en la cuenta corriente externa, exportaciones de gran contenido tecnológico, bajo coeficiente de formación bruta de capital. Acompañado por un mercado financiero global, con gran

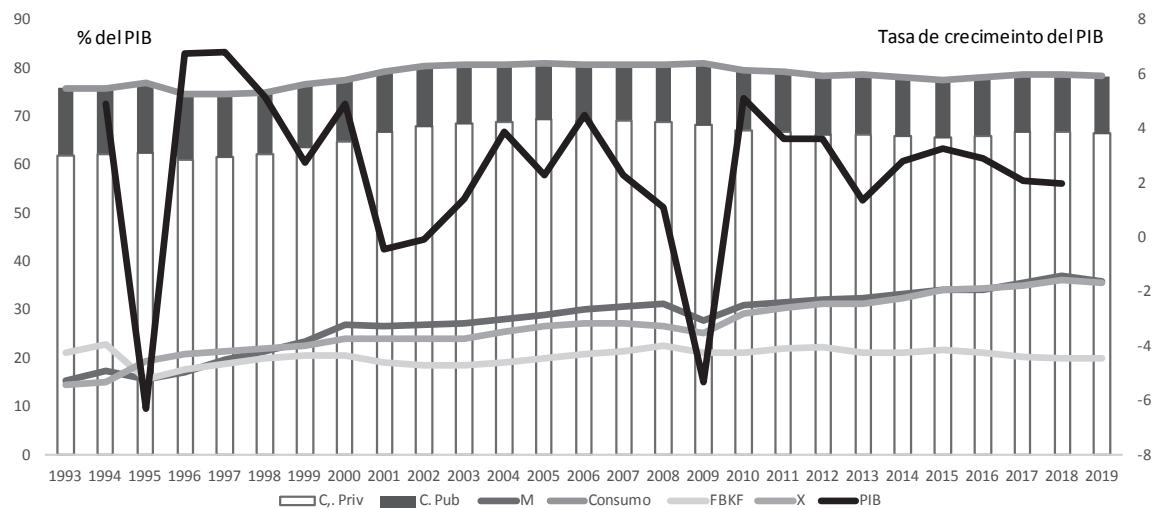
influjo de capitales, dominados por bonos de corto plazo, que garantizan la “estabilidad” de precios. A ello se suma un ambiente de salarios estancados, con gran desigualdad del ingreso, en un entorno de gran corrupción, que limitó los efectos del gasto público sobre el desarrollo económico. Las ganancias provenientes del déficit público fueron a parar al gran capital, o sea a las multinacionales domésticas y extranjeras. Ello impuso un crecimiento reducido, con una regresión en el desarrollo económico.

En este contexto revisamos sucintamente los datos de INEGI para describir críticamente las condiciones económicas que enfrenta la “4T”, véase Gráfica 1 y Cuadro 1 (consideramos el periodo 1993-2018 y avances del 2019). El periodo de mayor crecimiento se ubica antes de la crisis financiera de 1994, liderado por las exportaciones como el gasto más dinámico del producto. Entre 1993/94 y 2000/09 el coeficiente exportaciones/PIB creció, en promedio, 1.8 veces y, más que se duplica con respecto a 2010/19. La contraparte de este gasto no es positiva porque el coeficiente de las importaciones respecto al PIB, en casi todos los periodos, es mayor a las exportaciones, (con excepción 1995-99). Entonces, la apertura productiva y comercial fue fallida, aunque atrajo influjos financieros externos.

Un elemento preocupante es la debilidad del coeficiente de la formación bruta de capital fijo, desplazada desde 1994 por el coeficiente de las exportaciones, véase Grafica 1. Por su parte, el coeficiente consumo respecto al PIB creció en alrededor de tres puntos porcentuales, con un aumento reducido de la participación del consumo privado en el producto, y un leve decrecimiento de la participación del consumo público. Ello implica que a diferencia de las economías financiarizadas, el consumo no fue una palanca de crecimiento.

Gráfica 1

Evolución del Producto y sus principales componentes



11

Cuadro 1 Evolución y del Producto y sus componentes, por períodos, %

Periodos/ Pro-medios	Tasa de Crec.	Consumo	C. Priv	C. Pub	FBKF	X	M	X-M
1993/94	4.94	75.92	62.18	13.74	22.09	14.91	16.46	-1.55
1995-09	3.05	75.64	62.28	13.36	18.60	21.33	19.53	1.80
2000-09	1.48	80.36	68.22	12.14	20.30	25.51	28.54	-3.03
2010-18	2.99	78.62	66.52	12.09	21.29	32.78	33.59	-0.81
2019-1	78.35	66.60	11.76	20.05	35.61	35.95	-0.34	

Fuente: elaboración propia con base en Instituto Nacional de Estadística y Geografía. Sistema de Cuentas Nacionales
<https://www.inegi.org.mx/programas/ofyd/2013/default.html#Tabulados>

Una mirada más cercana a las exportaciones e importaciones y al sector de acumulación genera más dudas sobre la viabilidad del modelo de acumulación Neoliberal. La composición del comercio externo es preocupante (véase Cuadro 2) porque dominan las exportaciones e importaciones de bienes intermedios, con un déficit en esa cuenta; con un aumento relevante en las exportaciones de bienes de capital (se duplicaron entre los periodos 1993/94 y 2010-18) y superávit en casi todos los períodos. Las exportaciones de bienes de consumo representan alrededor de la tercera parte de las exportaciones totales y su balance es superavitario. En concordancia con lo anterior, la ma-

yor parte de las exportaciones se concentran en la manufactura, resultado de la des-petrolización de la cuenta comercial, y una caída del volumen de exportaciones petroleras. Ello implica que México se ha especializado en la manufactura, particularmente bienes de capital y transporte, con alto valor tecnológico, con la señal negativa que es altamente dependiente en bienes intermedios. La gran problemática de la economía mexicana es que su sector dinámico se dedica a ensamblar bienes; o sea la gran empresa que está asentada en el sector de la manufactura y concentra la exportación manufactura y, solo añade valor con una fuerza de trabajo mal remunerada.

12

Cuadro 2 Evolución y Composición de las exportaciones, importaciones y balance comercial, por periodo, promedios

	Por tipo de bienes de exportación e importaciones, respecto al total						Promedio de Saldo por tipo bienes		
	XBC	XBK	XBII	MBC	MBK	MII	X-M BC	X-MBK	X-MBI
1993/94	27.9	14.0	58.0	12.0	28.6	59.5	16.0	-14.5	-1.5
1995/99	30.4	18.8	50.8	7.6	24.2	68.2	22.8	-5.4	-17.4
2000/09	26.9	27.6	47.0	11.0	13.0	76.0	15.9	14.6	-29.0
2010-18	25.4	27.6	47.0	11.0	13.0	76.0	14.4	14.6	-29.0
2019/2	26.6	31.6	41.8	14.8	11.9	73.2	11.8	19.7	-31.5
	Por sectores productivos								
Exportaciones	Agricultura	Petróleo y gas	Minería	Manufactura	Importaciones	Agricultura	Petróleo y gas	Mineria	Manufac-tura
1993/94	3.1	12.4	0.5	82.4		1.9	1.9	0.4	95.0
1995/99	2.5	8.8	0.4	87.3		1.8	1.9	0.6	95.0
2000/09	2.1	12.3	0.4	84.5		1.5	4.5	0.7	93.0
2010-18	2.7	9.8	1.2	85.8		1.5	7.5	0.6	90.2
X-M	Agricultura	Petróleo y gas	Minería	Manufactura	X: exportaciones, M: importaciones, BK: bienes de capital; BII: bienes intermedios				
1993/94	1.1	10.5	0.1	-12.6					
1995/99	0.7	6.9	-0.2	-7.7					
2000/09	0.6	7.9	-0.2	-8.4					
2010-18	1.2	2.3	0.6	-4.3					

Fuente: elaboración propia con base en Instituto Nacional de Estadística y Geografía. Sistema de Cuentas Nacionales
<https://www.inegi.org.mx/programas/ofyd/2013/default.html#Tabulados>

La evolución del sector de acumulación también es preocupante, véase cuadro 3. El coeficiente de formación bruta de capital se ha mantenido relativamente constante y muy reducido en el periodo de transnacionalización de la economía mexicana, (20% del producto). Por tipo de bienes, la formación bruta de capital fijo, está dominado por la construcción con una tendencia descendente, y se observa un aumento significativo de la participación de las maquinarias y equipos. Sin embargo, el gasto de maquinaria y equipo, bajo el control del sector privado (alrededor de 95%) es de origen importado, alcanzando un promedio, cercano al 60%. Esto indica que al menos desde el año 2000, la actividad de la acumulación está bajo el control del sector privado y se produce fuera del mercado doméstico. Un efecto de esta modalidad de crecimiento implica que la producción con mayor valor agregado, que requiere de conocimientos especializados, y es mejor remunerada, no se produce en México.

Cuadro 3 Composición y Evolución de la Formación Bruta de Capital Fijo con respecto al PIB

	2000-09	2010-18	2019/1
FBKF/PIB	20.3	21.3	20.1
Construcción	68.5	60.9	59.6
M & E	31.5	39.1	40.4
FBKF Privada .	77.9	80.8	86.8
FBKF Publica	22.1	19.2	13.2
M&E Privada	92.9	94.9	96.4
M&E Publica	3.0	2.5	1.7
M&E Nacional	44.1	40.7	37.3
M&E importada	55.9	59.3	62.7

FBKF: Formación Bruta de Capital Fijo, M&E: Maquinaria y Equipo

Fuente: elaboración propia con base en Instituto Nacional de Estadística y Geografía. Sistema de Cuentas Nacionales

Este arreglo económico genera gran dependencia financiera del resto del mundo, y la economía mexicana se vuelve dependiente de decisiones de agentes no residentes, que se ubican en el resto mundo, independiente de los eventos que ocurren en el mercado doméstico, con reducido impacto sobre los salarios de los diferentes sectores productivos. Específicamente, la mayor implicación de la presencia del modelo maquilador en el sector manufacturero es que la ventaja competitiva de México son los bajos salarios.

Si se toma como base el salario diario real de 1994, se observa una drástica caída en términos reales, justamente cuando se fortalece el sector exportador (1955-99), véase Cuadro 4. En la primera década del 2000, cuando tuvo lugar un aumento del precio del petróleo (términos de intercambio notablemente positivos para países exportadores de bienes primarios) los salarios reales se recuperaron lentamente, destacadamente incrementa el salario del sector de comercio al por menor, (comercial informal). En el periodo posterior a la crisis de 2008, marcado por un gran influjo de capitales a México, se mantiene la recuperación en la industria manufactura, alcanzando casi el mismo valor que en 1994, y el comercio al por menor nuevamente mejora significativamente. Los sectores asalariados que más resintieron las crisis de 1994 y el modelo dirigido por las exportaciones fueron la construcción, el comercio al por mayor y, obviamente los salarios mínimos. La novedad es que en 2019 (primer semestre) los salarios aumentan notablemente, de manera particular el salario mínimo, y ello fue una decisión política de la nueva administración. Los salarios del sector manufacturero, en la segunda década del siglo XXI, también recuperaron el nivel de 1994, especialmente en los sectores exportadores, pero ello fue resultado de

las conversiones del TMEC (Tratado Comercial México, Estados Unidos y Canadá que reemplazara el TLCAN). La desviación de los salarios

respecto a la media de todos los salarios (son excluir el salario medio) es muy amplia, a pesar del reducido salario medio, véase grafica 2.

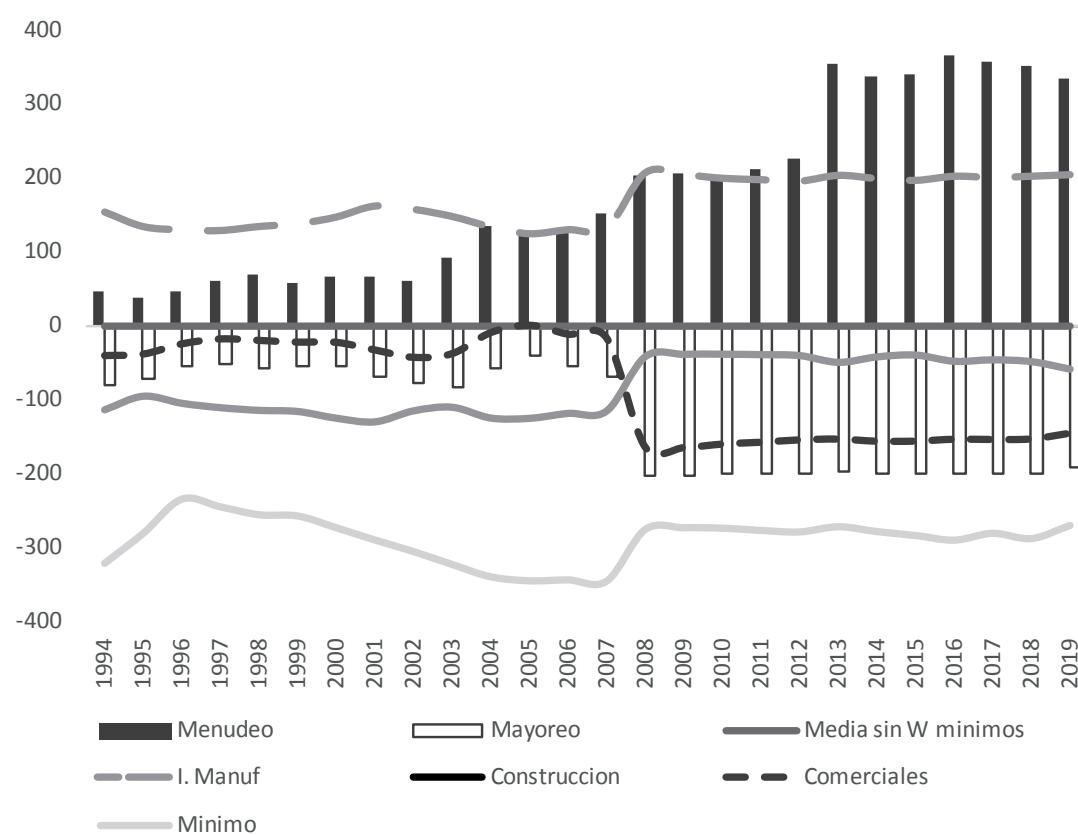
Cuadro 4 Composición y Evolución de los salarios y remuneraciones pagas por persona ocupado, pesos diarios, reales. Promedio

	Promedio sin Mínimo	Industria Manuf	Construcción	Comerciales	Minoreo	Mayoreo	Mínimo
1994	425	578	312	384	471	344	103
1995-99	338	470	230	313	392	279	83
2000-09	392	546	287	341	515	301	80
2010-18	363	563	318	207	669	163	82
2019	373	578	313	227	708	180	102
1994	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
1995-99	79.60	81.37	73.90	81.57	83.37	81.12	80.30
2000-09	92.21	94.42	92.29	88.84	109.39	87.31	77.63
2010-18	85.42	97.36	102.12	53.89	142.06	47.23	79.62
2019	87.76	99.90	100.57	59.09	150.47	52.29	99.04

Fuente: elaboración propia con base en Datos Primer Informe de gobierno , 2019

Gráfica 2

Dispersión de los salarios con respecto a la medida
(sin incluir salario mínimo)



Entonces, el gobierno de la “4T” se encuentra con una economía liderada por las exportaciones, particularmente de bienes complejos, aunque opera como maquilador, con un gasto de inversión reducido que se produce mayoritariamente en el resto mundo. Este proceso ha sido acompañado por una gran concentración de ingresos debido a los bajos salarios que se convirtieron en la ventaja competitiva para atraer a la gran empresa. Se añade que este arreglo es altamente dependiente de los influjos externos de capital, necesarios para saldar la cuenta externa y mantener el tipo de cambio estable, incluso sobrevaluado. En este contexto, la confianza del gran capital internacional es un elemento central de la política económica, la cual, sin embargo, no debe determinar la política económico en su conjunto; pero obliga a un gobierno liberal de izquierda desplegar políticas de crecimiento con finanzas sostenibles y audaces reordenamientos del gasto público para incrementar el crecimiento y el desarrollo económico.

3. Las nuevas propuestas económicas de la 4T: una breve mirada al gasto programado

La decisión más importante del gobierno de la “4T” fue sustituir el NAIM por una nueva red aeroportuaria en torno al aeropuerto militar de Santa Lucía, incluyendo la modernización de una serie de aeropuertos aledaños. La cancelación del NAIM tuvo como objetivo mandar una clara señal al gran capital que México ha emprendido un cambio en el rumbo del modelo económico. Ello se realizó sin afectar al capital financiero internacional y los mayores agraviados de esta decisión han sido los grandes capitales nacionales que lucraron con la tierra alrededor del aeropuerto, en medio de una gran corrupción.

Otra pieza clave en el planteamiento de la “4T”, fuertemente criticada por el gran capi-

tal, fue el fortalecimiento del sector energético, bajo la egida del sector público, que también renegoció contratos de transporte de gas, planea incrementar la extracción de petróleo, sanear la hoja de balance del PEMEX, y construir la refinería de “Dos Bocas”, pareciera que con reducida participación del capital privado.

Las transferencias de ingresos a los sectores sociales excluidos por el modelo Neoliberal son otra pieza clave de la nueva forma de gobernar, fundamental en una economía cuya ventaja competitiva han sido los bajos salarios. Aunque esta medida es fuertemente cuestionada por los sectores más Neoliberales (PRI-PAN) no hay una oposición abierta de redistribuir ingreso en favor a los excluidos del sistema. De hecho, los empresarios consideran un mal menor el subsidio a los más pobres, porque centran su rechazo en políticas gubernamental de gasto de capital.

Respecto a la política de industrialización, al menos en los primeros dos años de la “4T”, parece no incluir programas industriales de gran envergadura en el sector de la manufactura. Las razones pueden ser diversas. Una, es que los procesos industriales complejos se organizan a través de cadenas de valor internacional donde las economías en desarrollo se integran en eslabones de menor valor agregado; y una economía tan abierta como la mexicana no puede competir con las grandes transnacionales extranjeras asentadas en los sectores productivos exportadores más dinámicos. La experiencia del sub-este asiático mostró que el desarrollo de la gran industria nacional no sólo requiere gran voluntad política, sino que necesita movilizar volúmenes financiamiento de gran envergadura, y lo más complicado, necesita reducir el grado de apertura económica. El gobierno de la “4T” es particularmente sensible a las presiones del capital internacional, particularmente cuidadoso en mantener la confianza del gran capital, y para ello debe

impedir endeudamiento externo, y limitar el “interno” para que las calificadoras no modifiquen el grado “riesgo país”, que sería aún más costoso para cualquier proyecto de crecimiento y desarrollo económico.

En este contexto, la “4T” apuesta por políticas de crecimiento y desarrollo económico circunscritas al desarrollo regional, dirigidos por la construcción del aeropuerto “Felipe Ángeles” en conjunto con la modernización de los aeropuertos aledaños (centro del País), el “Tren Maya”, la refinería “Dos Bocas” (Sureste), acompañados por diversos proyectos de infraestructura —mantenimiento de caminos rurales, programas hidráulicos, conservación y mantenimiento de carreteras. Cabe el Faltaría una propuesta para el Estado Guerrero.

Otro base importante para la “4T” es el aumento del ingreso fiscal para financiar el crecimiento económico, sin duda, es fundamental para financiar el crecimiento. En este contexto, es imperioso una reforma impositiva de carácter progresivo, que grave la riqueza que no circula a la producción. Ello, sin embargo, es motivo de una gran controversia, lo cual se volvió evidente con la estrategia intermedia de elevar el ingreso a través de eliminar la evasión fiscal, anular las condonaciones impositivas que gobiernos anteriores hicieron al gran capital y combatir la evasión y elusión fiscal (equiparar las “factureras”⁴ a delincuencia organizada), destacándose que estos cambios no ha sido respaldado por todos los actores políticos, (véase Reforma, “Aprueban Ley contra factureras”, 10/09/19). Se añade que la “4T” pretende modificar los impuestos (reforma impositiva progresiva) en el segundo trienio del gobierno, cuando la economía se encuentra en crecimiento, lo cual, neutralizaría las objeciones.

⁴ Las “factureras” son empresas fantasma que emiten facturas falsas para reducir impuestos

Una mirada al Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF) indica cambios que, aunque son débiles, pueden modificar el crecimiento y el desarrollo económico, véase Cuadro 5. Iniciamos señalando que el elemento más crítico del presupuesto aprobado para 2019 es la propuesta de superávit primario y operacional superior al presupuestado en 2018, en 0.3 y 0.2 puntos porcentuales, respectivamente. Quizás una propuesta más funcional sería eliminar el superávit primario y operar con presupuesto equilibrado.

Segundo, en 2019, no se observa una reducción del gasto neto programable (GNP) presupuestado con relación al producto, por el contrario, aumentó 2.3% respecto a 2018, por tanto, no es válido el argumento que en la “4T” dominan políticas Neoliberales de Austeridad Fiscal. Una breve mirada a los PEF anteriores indica que el gasto de 2019 fue mayor a los años previos a la Gran Crisis Financiera (2007/08), pero menor al periodo posterior de dicha crisis (2009-16), cuando había consenso sobre el despliegue de políticas anti-cíclicas, a la luz de la crisis de 2008. Por tanto, el coeficiente GNP/PIB requiere consensos políticos nacionales y especialmente internacionales, y su impacto sobre el crecimiento económico entre 2009-16 no fue significativo (3.2% tasa media de crecimiento media anual), indicio para modificar las bases del crecimiento económico.

El GNP presupuestado por grupos funcionales muestra una caída en el gasto del gobierno (combate a los altos salarios y el personal de confianza) y un aumento el gasto programado en el desarrollo económico y social (-14.8%, 4.6%, 4%, respectivamente). El gasto de desarrollo económico está dominado por recursos canalizados al rubro de combustibles y energía, (aumento de casi 5 puntos porcentuales), seguido por el sector agropecuario, silvicultura pesca y caza (aunque en el gasto presupuestado para 2019 se observa un decrecimiento de 2 pun-

tos porcentuales), transporte (decrece en 2019 en un punto porcentual) y ciencia y tecnología (aumenta en 0.8 punto porcentuales). Por su parte el gasto aprobado destinado a desarrollo social se concentra en Educación, Protección Social (aumento en 2019 en más de dos puntos porcentuales) y Salud (reducción de casi un porcentual en 2019). Entonces si incrementa el gasto económico y se promete incrementar la eficiencia del gasto, el cual, estuvo rodeado por fuertes niveles de corrupción.

Por clasificación económica, el GNP presupuestado muestra que el incremento al rubro de inversión está por encima del gasto corriente, respecto al año anterior (4.7% y 1.8%, respectivamente) lo cual es una señal positiva de restructuración de los componentes del gasto público, aunque, todavía débil. Se advierte que el coeficiente inversión programado respecto al producto fue mayor respecto al periodo pre-crisis (2007-08) y menor al periodo post-crisis (2009-16).

Cuadro 5 Presupuesto de Egresos de la Federación Presupuestado con respecto al PIB

Año	Superávit/Déficit		Gasto Neto Programado				Clas. Administrativa Económica			Por Grupo Funcional		
	Supéravit primario	Supéravit operacional	GNP	Programable	No programable	TCMA progr	Programable	Corriente	Inversión	Gobierno	Des. Social	Des. Económico
2007	2.1	0.4	19.2	14.4	4.8		14.4	12.0	2.5	1.3	8.7	4.4
2008	1.9	0.3	20.5	15.4	5.1	6.5	15.4	12.2	3.2	1.4	9.1	4.9
2009	2.1	0.4	24.7	19.1	5.6	24.0	19.1	14.2	4.9	1.8	10.6	6.7
2010	2.1	0.4	23.4	18.1	5.2	-4.9	18.1	13.8	4.4	1.6	10.5	6.1
2011	2.0	0.4	23.1	17.9	5.2	-1.5	17.9	13.5	4.4	1.6	10.2	6.1
2012	1.9	0.3	23.1	18.1	5.0	1.5	18.1	13.9	4.3	1.7	10.5	5.9
2013	2.0	0.3	24.0	18.8	5.2	3.7	18.8	14.4	4.4	1.7	10.9	6.1
2014	2.1	0.4	25.2	20.0	5.2	6.3	20.0	15.2	4.8	1.8	11.7	6.5
2015	2.1	0.4	24.9	19.8	5.2	-1.1	19.8	15.1	4.7	1.8	11.6	6.4
2016	2.2	0.4	23.3	17.9	5.3	-9.4	17.9	14.3	3.7	1.6	11.1	5.2
2017	2.4	0.5	21.8	16.2	5.6	-9.7	16.2	13.5	2.7	1.5	10.2	4.5
2018	2.6	0.6	21.8	16.2	5.7	-0.3	16.2	13.4	2.7	1.6	10.1	4.5
2019	2.9	0.7	22.7	16.5	6.1	2.3	16.5	13.7	2.9	1.3	10.5	4.7

Fuente: elaboración propia con base en Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Proyecto de Presupuesto de Egresos de la Federación

A partir de lo anterior podríamos señalar que el gobierno modificó el presupuesto fiscal con una drástica reducción al gasto del gobierno, un aumento moderado en el desarrollo económico (concentrado en el sector de petróleo y combustible) y mayor gasto de inversión. El gran problema es la atonía del PIB en el primer semestre de 2019. La explicación no se debe a un bajo presupuesto sino a algo más sencillo, que se resume en el reducido avance del gasto.

Algunas cifras que reflejan el avance reducido del gasto público en el primer semestre de 2019 se encuentran en el Cuadro 6. Por clasificación funcional, el gobierno, desarrollo económico y social captan 76.6% del GNP (excluida la deuda) el gasto respecto al monto aprobado en estos tres grupos equivale de 18.7%, o sea, en los primeros seis meses el porcentaje de lo gastado, con respecto a lo aprobado es de apenas 24.4%. Ello obviamente

explica la parálisis de la actividad económica, lo cual es grave porque está creando desempleo y problemas de escasez de suministro del servicio público y fluye poco ingreso a la economía. La relación de gasto aprobado y ejecutado es ma-

yor en Aportaciones a Seguridad Social, seguido por Materiales Suministros y subsidios (con niveles ejecutados respecto a lo aprobado entre 26% y 28%, respectivamente). En este recuento la obra pública apenas lleva ejecutado el 19.6%.

Cuadro 6 Avances del gasto público a Junio 2019

	% respecto al GNP	% gastado r/ al total	% de lo gastado
Por clasificación funcional	76.6	18.7	24.4
Gobierno	5.8	1.3	22.2
Desarrollo Económico	20.5	5.1	25.0
Desarrollo Social	50.3	12.3	24.4
Principal Destino de los Subsidios			
	% respecto GNP	% gastado respecto al total	% de avance del gasto
Subsidios	33.4	8.7	26.2
Aportaciones a Seguridad Social	12.0	3.6	29.8
Servicios personales	12.6	2.7	21.6
Deuda Pública	11.7	2.4	20.4
Obras Públicas	5.6	1.1	19.6
Material y Suministros	5.1	1.4	27.4
Servicios Generales	4.3	1.0	22.9
Por clasificación Administrativa			
Salud	1.9	0.5	24.6
Educación	4.7	0.9	19.5
Medio ambiente	0.5	0.1	14.2
Seguridad Social	12.0	3.6	29.8
Benestar Social	2.3	0.5	23.5
por gst			
Agricultura	1.0	0.2	23.6
ENERGIA	0.5	0.2	46.2
Comunicaciones	1.0	0.1	9.5
Cultura	0.2	0.0	19.4
Participaciones a Entidades Federativas y Municipios	14.2	3.6	25.3
Defensa Nacional	1.5	0.3	18.8
SHCP	0.4	0.1	24.9
IMSS	11.5	2.3	19.7
PEMEX	9.1	2.2	24.4
CFE	7.2	2.1	29.9
ISSSTE	5.0	1.5	31.1
Conacyt	0.4	0.1	28.2

Fuente: Ley y Rosas 2019, "Austeridad fiscal versus reorganización del gasto público; un análisis de PEF en la 4T con base en datos de la Secretaría de Hacienda y crédito público

Si analizamos el gasto por clasificación administrativa es muy alto el porcentaje ejecutado en energía (46.2%), Seguridad Social lleva avanzado el 29.8%, Salud 24.6%, Agricultura 23.6%, Educación, 19.5%; y comunicaciones un magro 9.5%. Por instituciones ISSSTE, la CFE, el Conacyt tienen una ejecución de 30%, con reducidos niveles en SHCP, IMSS, y Defensa Nacional. Entonces, el problema no es el superávit, el volumen de GNP, sino el avance gasto ejecutado. Si se acelera el gasto aumentara la tasa de crecimiento del producto, entonces se debe criticar a la “4T” por su implementación.

Finalmente, que depara el Año 2020, véase cuadro 7. Nuevamente encontramos un aumento del GNP presupuestado, respecto al aprobado en 2019 (7.3%), incluso por encima de la inflación, y se solicitó un mayor monto en comparación al GNP presupuestado de 2019 (4.9%). En términos del gasto programable (sin deducir apoyos fiscales al IMSS e ISSSTE) la tasa de crecimiento con respecto al aprobado en 2019 fue de 6.8%; y con respecto al presupuestado en 2019, 7.4%. Entonces, nuevamente, los detractores del gobierno están equivocados, no estamos ante programas de austeridad fiscal neoliberales.

En términos de los principales rubros, el proyecto de presupuesto de 2020 es más o menos similar al aprobado en 2019, (véase Cuadro 7). Aumentan los recursos destinados a los Ramos Autónomos porque incluye los recursos para la Guardia Nacional y aumentan destacadamente los recursos presupuestados respecto a los aprobados en 2019, para INEGI (36.6%), INE (15.4%) e Instituto Federal de Comunicaciones (15.3%). En el rubro de Ramos Administrativas se reduce marginalmente el presupuesto respecto al aprobado el año anterior (-0.4%),

con fuertes reducciones en la Oficina de la Presidencia (-42%), Gobernación (-90.5%) y reducciones sustanciales en los sectores económicos (Agricultura y Desarrollo Rural (-29.3%), Comunicación y transporte (-18%), Economía (30%), y Turismo (-43.3%). Los rubros que tienen un crecimiento positivo son Energía (78.1%) y Bienestar (15%). El rubro de la Función Pública incremento considerablemente respecto al aprobado el año anterior: Seguridad y Protección Ciudadana (30%). En Ramos Generales las Aportaciones a Seguridad Social aumentan en (10%) y Provisiónes Salariales y Económica (16.2%). En Instituciones de Control Directo, ISSSTE (8%) y el IMSS (10.5%). y en el rubro Actividades productivas del Estado Pemex 13%, CFE 5%).

19

Cuadro 7 Comparación de los rubros de gasto público proyectado y aprobada

Tasas de crecimiento	2020**/19*	2020**/19**	
	2019**	2019*	2020**
Gasto Neto	100.0	100.0	100.0
Gasto Programable	84.0	86.3	86.0
Ramos Autónomos	2.0	2.0	2.3
Ramos Administrativos	19.1	20.0	18.6
Ramos Generales	29.0	29.7	29.7
Entidades sujetas a control	18.4	18.8	19.3
Empresas Productivas del Estados	15.5	15.8	16.1
Gasto No programable	29.1	27.0	27.9
Menos Apoyos Fiscales	13.1	13.4	13.9

Fuente: elaboración propia con base en Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Proyecto de Presupuesto de Egresos de la Federación

Conclusiones

Un gobierno que tiene banco central y puede emitir su propia moneda efectivamente puede financiar el crecimiento, siempre y cuando el endeudamiento sea en moneda nacional, el gasto público recircule al mercado interno, y existan presiones políticas considerables en contra del endeudamiento público. Al respecto recordamos los problemas políticos señalados por Keynes en referencia a la “finanzas funcionales” y los trabajos de Kalecki respecto a los problemas políticas del gasto público.

Adicionalmente, la complejidad de la economía mexicana dificulta la intervención pública en la actividad económica. En primer lugar, hay consenso que las actividades económicas-sociales están inmersas en una crisis de corrupción que, por la impunidad reinante, el crecimiento económico se ha vuelto disfuncional; y esas prácticas son más difíciles erradicar de lo que se creía. Un segundo elemento es la profunda extranjerización de la economía mexicana que conlleva una creciente dependencia externa. La transnacionalización de la economía provoca que el gran capital controle el sector exportador y el sector financiero, y la estabilidad económica (tipo de cambio, inflación) depende de los influjos netos positivos del exterior. Tercero, la economía mexicana es tremadamente desigual, porque sus sectores económicos dinámicos funcionan con base en la maquila, lo cual requiere de salarios muy bajos. Ello es reforzado por políticas gubernamentales que mantiene salarios mínimos muy bajos, lo cual impide el incremento de los salarios en lo demás sectores. Cuarto, el momento internacional es complicado. Estados Unidos tiene un presidente dispuesto a cerrar fronteras y está inmerso en una guerra comercial con China, en medio de una posible crisis finan-

ciera mundial, se ha modificado el TLCAN por el TMEC, sin ser ratificado por Estados Unidos y Canadá.

La apuesta de la “4T” es detener la corrupción, incluir a los sectores más pobres en la actividad económica, desplegar desarrollo regional, sin exponerse a represalias del capital internacional. Ello implica que no estamos ante una política neoliberal de austeridad, sino ante una modificación del gasto público. La gran problemática del proyecto de la “4T” es que se debió incrementar el gasto corriente por el desempleo estructural de la economía mexicana y la oprobiosa desigualdad del ingreso. Obviamente se debe avanzar en la consolidación industrial de la economía mexicana, particularmente en proyectos regionales, que puedan utilizar las ventajas comparativas de cada lugar, con el propósito de complejizar en el futuro las relaciones de producción. Sin embargo, ello no justifica el reducido avance de la ejecución del gasto público respecto al monto aprobado. Ya tuvieron el tiempo de aprendizaje, se acabaron las justificaciones, es imperioso incrementar la ejecución del gasto en la segunda parte de 2019, y el siguiente año debe iniciarse ejerciendo el gasto público aprobado de manera mucho más acelerada. Es completamente cierto que se debe erradicar la corrupción y cambiar las bases del crecimiento y efectivamente el subsidio debe ir hacia los que menos tienen y crear ejes del crecimiento económico, pero para distribuir hay que gastar. ☰

Bibliografía

- Fujii, G. y Levy, N, (1993) “Composición de las exportaciones de Brasil, Corea, España y México”, México, *Comercio Exterior*, 43(9):844-851.
- Kalecki, M. (1971), *Teoría de la dinámica económica*, Fondo de Cultura Económica, México, 1977, pp. 75-97.

NOEMI LEVY ORLIK | *La viabilidad de la política económica de la 4T: primer año de gobierno*

- Kalecki, M. (1956) "The economic situation in the USA as compared with the pre-war period", en *Collected Words of Michael Kalecki*, Vol. II, Edited by J. Osatynsky, Oxford University Press, 1997.
- Kalecki, M. (1962) "The Economic Situation in the USA, 1956-1961", en *Collected Words of Michael Kalecki*, Vol. II, Edited by J. Osatynsky, Oxford University Press.
- Kalecki, Michael. (1944), Three Ways to Full Employment, *Collected Words of Michael Kalecki*, Vol. VII, Edited by J. Osatynsky, Oxford University Press, 1990, pp. 348-376.
- Kalecki, M. (1943) "Political Aspects of full employment", en *Collected Words of Michael Kalecki*, Vol. II, Edited by J. Osatynsky, Oxford University Press, Vol. I, 1990, pp. 347-356.
- Keynes, J. M. (1936), *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*, México. Fondo de Cultura Económica. Cuarta edición, segunda reimpresión 2010.
- Keynes, J. M (1943) *Employment policy, Activities 1940-1943*, Shaping the Post-War World; Employment and Commodities, The Collected Writings of John Maynard Keynes, edited for Donald Moggridge, Volume XXVII, The Macmillan Press, LTD, pp. 246-422.
- Keynes, M. John (1982), Activities 1931-1939: *World Crises and Policies in Britain and America, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, edited for Donald Moggridge, Volume XXI Cambridge University Press for the Royal Economic Society.
- Lerner, A. (1943), "Functional finance and the federal debt", *Selected Economic Writings*, 297-310, www.umkc.edu (16/1/2013)
- Levy, N. y C. Dominguez, (2016) The operation of the Mexican banking system under foreign multinational corporations control: new activities and traditional income" *International Review of Applied Economics*, Volume 30 Issue 4(2016), pp. 527-546.
- Levy, N. (2018) "The internationalization of local currencies of emerging countries: the experience of the Mexican Peso and the Chinese Renminbi", *Brazilian Keynesian Review*, 4(1), p.14-34
- Levy, N (2019) "Reformas estructurales, concentración de capital y sistema financiero: México en la era neoliberal, trabajo a presentar en Congreso de Economía Heterodoxa, 21- 22 de octubre de 2019, Quito, Ecuador.
- López, J. (2012), "Recollecting Kalecki's studies of the US economy", www.networkideas.org_Lopez.pdf, 19/11/2013.
- Modigliani, F y L. Papademos, (1975): Targets for Monetary Policy in the Coming Year, Brookings Papers on Economic Activity, 1(1), pp. 141-163.
- Pasinetti, L, (1980-81) "The Rate of Interest and the Distribution of Income in a Pure Labor Economy." *Journal of Post Keynesian Economics*, 3 (2):170-82. Winter
- Skidelsky, R. (2000) Building a better Britain, John Maynard Keynes, Fighting for Britain, 1937-1946", chapter 8, Penguin Books, USA; 2002, pp. 264-299.
- Smithin, J, (1996). *Macroeconomic Policy and the Future of Capitalism: The Revenge of the Rentiers and the Threat to Prosperity*. Cheltenham, UK: Edward Elgar
- Wray, Randall [2004]. "When are interest exogenous?" Working Paper, n. 30, Center for Full Employment and price.

Régimen Monetario y Estancamiento Secular

Monetary Regime and Secular Stagnation

Jamel Kevin Sandoval Hernández González*

Samy Yandamy Morales Guillén**

Palabras clave

22

Política Monetaria

Macroeconomía y economía monetaria

Ánálisis Microeconómico del desarrollo

Key words

Monetary Policy

Macroeconomics and Monetary Economics

Macroeconomic Analysis of Economic Development

Jel: *E52, N1, O12*

* Banco de México. (jks.kmg@gmail.com)

**Facultad de Economía UNAM (samymg@economia.unam.mx)

Los autores agradecen al Dr. Carlo Panico por los comentarios críticos y las preguntas incisivas hechas a un trabajo anterior que dieron pie a este artículo.

Resumen

Después de la crisis del 2008 el ciclo de expansión económica se ha caracterizado por tres fenómenos inusuales en el mundo desarrollado: 1) bajas tasas de interés; 2) baja inflación; y 3) bajo crecimiento económico. El presente artículo busca ordenar la discusión generada en torno a estas cuestiones, contrastando de manera principal las implicaciones que hay entre el régimen monetario (y su relación con el ciclo financiero), y la hipótesis de estancamiento secular. El trabajo concluye que, aunque la primera tesis es vital para entender el funcionamiento de las tasas de interés, no es una teoría completa que pueda explicar nuestra realidad actual.

Abstract

After the crisis of 2008, the cycle of economic expansion has been characterized by three unusual phenomena in the developed world: 1) low interest rates; 2) low inflation; and 3) low economic growth. This article seeks to order the discussion generated around these issues, contrasting mainly the implications between the monetary regime (and its relation with the financial cycle), and the hypothesis of secular stagnation. The paper concludes that although the first thesis is vital to understand the operation of interest rates, it is not a complete theory that can explain our current reality.

Introducción

En junio de 2009 se dio por concluidos los efectos negativos derivados de “la Gran Recesión” y comenzó un proceso de recuperación económica (primero en Estados Unidos y después en el resto del mundo), llevando al ciclo expansivo más largo del que se tenga registro alguno.

Esta era *post-crisis*, no obstante, ha tenido características muy singulares respecto a los procesos de expansión económica que se hayan observado con anterioridad. Por inicio, los mercados financieros se han desarrollado durante toda esta década en medio de una mayor intervención de los bancos centrales; tasas de interés cercanas a cero; bonos de largo plazo pagando rendimientos negativos en distintos países; y records históricos en los mercados de valores. A pesar de ello, la inflación en las economías avanzadas ha estado lejos de ser robusta, y en la mayoría de estas naciones se mantiene por debajo de los blancos de inflación estipulados por los propios bancos centrales.

En paralelo, el crecimiento mundial ha sido lento y precario, entorpecido por lo que parece ser una incertidumbre permanente en torno a las políticas de diversos países, y mantiene una tendencia divergente entre sectores y regiones del mundo, dejando la sensación de un enquistamiento generalizado que los medios bautizan como “la nueva normalidad”.¹

Así, tomando una perspectiva de mediano plazo, la macroeconomía de los años que van de 2009 a 2019 pueden caracterizarse por tres hechos incuestionables: 1) bajas tasas de interés; 2) baja inflación; y 3) bajo crecimiento económico.

¹ El término de nueva normalidad se le suele atribuir a Mohamed A. El-Erian, quien en el foro anual de la empresa *Pacific Management Investment Co.* (PIMCO), describió la época posterior a la gran recesión como una etapa donde el crecimiento económico estaría por debajo del promedio observado hasta entonces.

El presente artículo busca ordenar la discusión teórica entorno a estas tres cuestiones, guiando el debate entre lo que consideramos las dos posturas principales: el papel de la política y el régimen monetario internacional y la hipótesis de estancamiento secular. Para ello, el presente trabajo esta dividido en dos grandes secciones, en la primera se describe brevemente los hechos estilizados la época posterior a la crisis del 2008, y se sintetiza las ideas centrales que caracterizan la hipótesis del estancamiento secular. En la segunda sección, se aborda de manera más puntual el papel que juega el régimen monetario para explicar estos tres fenómenos.

24

1. La era post-crisis

1. Algunos hechos estilizados

Hay tres fenómenos globales que surcan el comportamiento de las economías avanzadas: bajas tasas de interés; baja inflación; y bajo crecimiento económico.

Del primer punto es importante recalcar que no es solamente que las tasas de interés del mercado sean bajas respecto a nuestra historia reciente (es decir, desde el estallido de la crisis de 2008), sino que históricamente se encuentran en niveles mínimos, y en el caso de economías como la de Estados Unidos o Alemania, las tasas de interés a largo plazo (10 años) se encuentran por debajo de los niveles registrados en los años 50, es decir, son las tasas más bajas de la época de la posguerra. (Gráfica 1).

Puede distinguirse con claridad que, antes de la década de los 80 las tasas de interés experimentaron incrementos muy significativos, al pasar de niveles cercanos al 2% en 1953 a tasas superiores al 15% en la época *Volckerista*. No obstante, a partir de dicho momento, las tasas de interés en el mercado no han dejado de dis-

minuir, mostrando una tendencia decreciente durante prácticamente los últimos 40 años.²

Lo anterior ha ocurrido no sólo a pesar de que desde 2015 los bancos centrales de distintas partes del mundo buscaron impulsar un ciclo alcista de las tasas de interés de referencia;³ sino también, a pesar de que dichas tasas han llegado a niveles cercanos a cero o incluso han registrado niveles negativos por primera vez en la historia.

La inflación en la era *post-crisis* por su parte, también ha tenido una presencia débil y sistemáticamente baja. Si bien es factible observar un ligero repunte de los precios en los últimos cinco años en algunas economías (Inglaterra, Canadá o Estados Unidos), en la vasta mayoría de los países desarrollados la inflación permanece por debajo del 2%. (Gráfica 2).

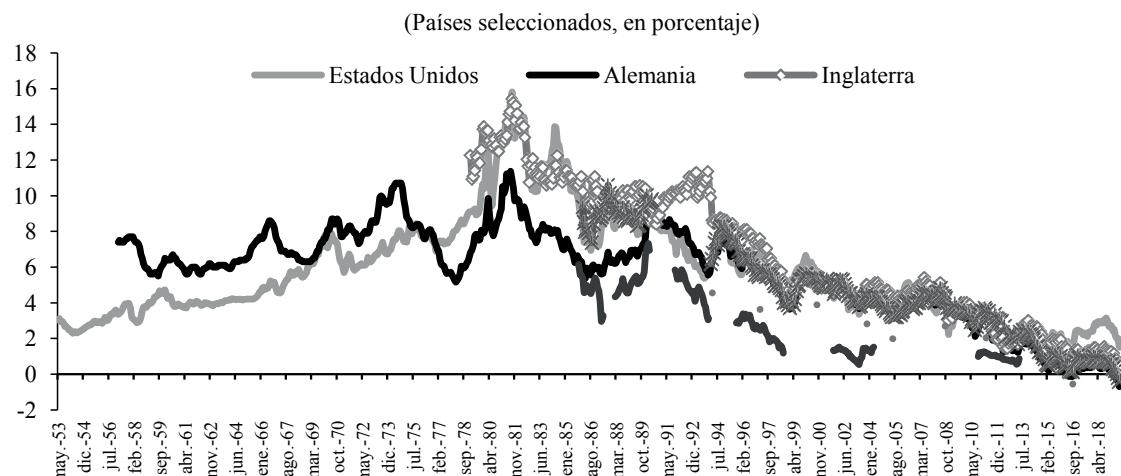
De hecho, resulta relevante apreciar que en ningún país existen inflaciones similares a las que había a inicios de la década de los noventa, es decir, el nivel de la inflación es notoriamente más bajo que lo observado en años previos a la crisis del 2008, cuando los precios crecían a tasas cercanas al 5%.

2 Esta es una de las razones por las que en Morales y Sandoval (2017) concluimos que los factores que impulsaban tasas de interés ‘bajas’ no podían ser atribuibles a cuestiones relacionadas con las políticas monetarias derivadas de la crisis del 2008.

3 De manera más concreta, a partir de diciembre del 2015, la Reserva Federal (Fed) de los Estados Unidos comenzó a subir el umbral de su tasa de interés de referencia, lo que llevó rápidamente a que distintos bancos centrales alrededor del mundo (incluidos varios países emergentes) le siguiesen con posturas monetarias menos acomodaticias. Dicho ciclo si bien promovía tasas de interés más altas, era considerado únicamente como un fenómeno de ‘normalización’ de las tasas de interés (el regreso a la media histórica) debido a las medidas extraordinarias que se habían impulsado durante la crisis de 2008. No obstante, en fechas recientes fue abandonado dicho ciclo, y los bancos centrales han comenzado (nuevamente y desde niveles más bajos) a reducir sus tasas de interés.

Gráfica 1

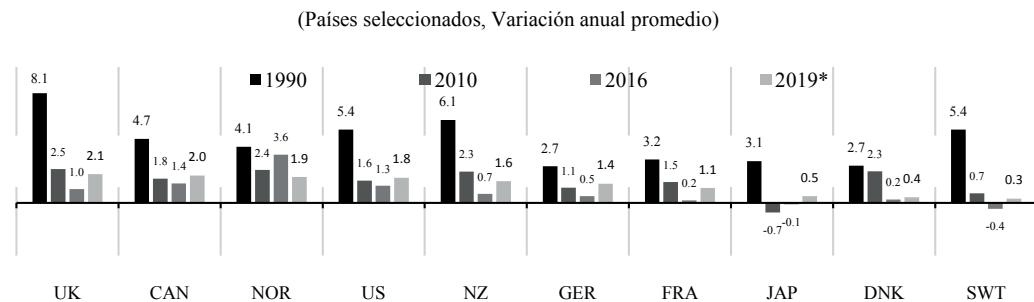
Tasas de interés de bonos a 10 años



Fuente: *Investing*; 2019.

Gráfica 2

Inflación anual



*Para 2019 se tomó el dato del mes de julio. UK = Reino Unido, CAN = Canadá, US = Estados Unidos, NZ = Nueva Zelanda, GER = Alemania, FRA = Francia, JAP, Japón, DNK = Dinamarca, SWT = Suiza.

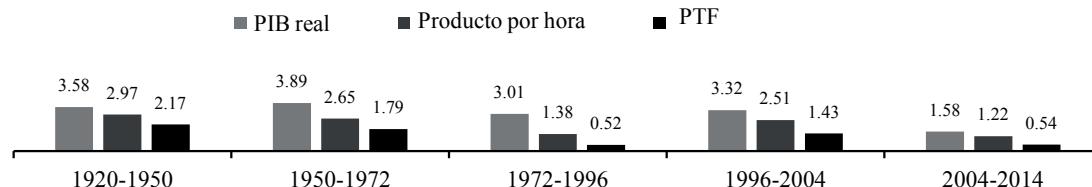
Fuente: *World Data Bank*; 2019.

Para el crecimiento económico no sólo puede argumentarse algo similar, en cuanto a que la mayoría de estas economías crece a velocidades promedio inferiores a las observadas en los años anteriores a la Gran Recesión; sino que este menor crecimiento, principalmente en Estados

Unidos, se ha asociado a dos hechos de gran preocupación: *i*) revisiones constantes a la baja del producto potencial de las economías (véase Summers; 2016a) y *ii*) menores niveles de la productividad del trabajo, y la productividad total de los factores (PTF). (ver Gráfica 3).

Gráfica 3**Tasas de crecimiento anuales de distintas variables para Estados Unidos**

(Intervalos seleccionados)



Fuente: Gordon (2016); 2019.

26

En general, no hay consenso explícito para explicar cuáles son las causas que determinan el comportamiento actual de estas variables, pero la agenda de investigación parece abrirse camino desde el estallido de la Gran Recesión. A 10 años de distancia, la búsqueda de un marco analítico que dé cuenta explicativa de esta nueva realidad se ha convertido en una especie de santo grial para la profesión.

2. La hipótesis del estancamiento secular.

Diversos autores han acudido al llamado para explicar la era *post-crisis*, ensayando respuestas de acuerdo a sus distintos intereses académicos (ver por ejemplo a Borio *et al.*; 2017 o Palley; 2019).⁴ Una de estas tendencias analíticas

comprende un set de argumentos referidos al *balance inversión-ahorro*, y aunque existen diversas variaciones de ésta teoría, en su versión genérica apela a una brecha estructural y persistente entre inversión y ahorro.⁵

Dentro de esta tendencia existen diferentes variantes. Una de ellas es la llamada Hipótesis del Ahorro Excesivo (*saving glut*), basada en la idea de exceso de ahorro en los países emergentes, especialmente China, otros países asiáticos y Medio Oriente, quienes crearon grandes reservas internacionales después de las crisis de los años noventa; agregando a ello el alza en la preferencia de los inversionistas por activos seguros (Bernanke; 2005 y 2007b, y Caballero *et al.* 2016 y 2017).⁶

monetarios, particularmente el régimen y la política monetaria. Lo anterior, para apuntalar la idea de la no neutralidad de tales factores.

5 Para ver una resumen de las distintas posiciones puede consultarse el trabajo de Morales y Sandoval (2017).

6 Esta hipótesis en general sostiene que previo a la crisis existió una amplia demanda de activos seguros, lo que bajo las tasas de interés en el mercado y condujo a la acumulación de riesgos. En el mundo *post-crisis*, la reducción de la oferta de activos seguros causó un crecimiento económico anémico debido a que los inversionistas se dieron cuenta que otros activos respaldados por bonos (o los propios bonos), no eran tan seguros como se imaginaban. Para cubrir sus posiciones, creció

4 Palley (2019) en particular, está interesado en agrupar y discutir las ideas relacionadas con las bajas tasas, y específicamente el llamado zero lower bound (ZLB) como parte de los últimos desarrollos de la Nueva Economía Keynesiana (NEK), la cual agrega a las rigideces de precios y salarios la imposibilidad de reducir permanentemente la tasa de interés nominal. Con ello, Palley busca señalar y criticar a la NEK por explicar desempleo, nivel de producto y ahora bajas tasas a través de fricciones de mercado, lo que para él es una idea más pigouviana que propiamente keynesiana. Por otro lado, Borio *et al.* (2017a y 2017b) marcan el énfasis de las explicaciones dirigiendo la discusión entre los enfoques que se concentran en las variables reales y aquellas que apelan a factores

Otra de las variantes en este mismo marco analítico corresponde a la Hipótesis del Estancamiento Secular (*secular stagnation*, ssh de aquí en adelante), propuesta originariamente por Hansen en 1939 y puesta al día desde diferentes perspectivas, unas desde el lado de la oferta otras de la demanda. Desde la oferta se sostiene que diversos cambios estructurales (demográficos, ralentización de la innovación tecnológica y de la tasa de retorno del capital humano, etc.) afectaron el crecimiento de la PTF (Gordon; 2016); en la segunda visión se esgrime que una débil demanda de la inversión ha derivado en una brecha persistente entre ésta y la oferta de ahorros (Summers, 2014 y 2016a).

La caída de la inversión, a su vez, se explica; por un lado, como consecuencia de la reducción de los requerimientos de capital por trabajador y de la tasa de crecimiento de la población, disminuyendo el *quantum* de inversión; y por otro lado, con la tendencia a la baja de los precios de los bienes de capital.⁷ Si a lo anterior se le agrega los efectos negativos en el consumo por los crecientes niveles de desigualdad en la distribución de la riqueza y el ingreso; se obtiene una demanda agregada persistentemente débil, producto de cambios estructurales en la inversión y el consumo.

Otra de las características fundamentales en la concepción del ssh desde el lado de la demanda, es el comportamiento de la tasa natural de interés. Summers argumenta que la baja inversión provocó que la tasa natural tuviese una espiral descendente, llevándola incluso a

aún más la demanda de estos instrumentos (o al menos de los que se siguieron percibiendo como los activos ‘más’ seguros), lo que redundó en que las tasas de interés cayeran, y dado que los activos libres de riesgo no se pueden ajustar abajo del ZLB, tampoco puede ajustarse el producto a pleno empleo.

7 Nótese que varios de estos argumentos son parte de los cambios estructurales derivados del choque tecnológico de finales del siglo pasado.

ser negativa, imposibilitando a los bancos centrales el poder alcanzarla y por lo tanto, restando eficacia a la política monetaria.⁸

No obstante, a pesar de que esta es una de las hipótesis más atractivas que se ha realizado, en tanto que es capaz de presentar una argumentación completa y global para explicar los tres fenómenos de estudio, presenta una postura que minimiza el papel del régimen y la política monetaria, lo que le ha valido numerosas críticas; por lo que, una pregunta de fondo dentro de la ssh es saber si las variables nominales juegan un papel en las bajas tasas?

3. Política Monetaria, Ciclo financiero y Estancamiento secular.

1. ¿Por qué las tasas de interés son bajas?

Existe un cierto consenso acerca de cómo se determinan las tasas de interés en el mercado: los bancos centrales fijan cuál es la tasa de interés de corto plazo y, a través de señales acerca de cuál puede ser su futura tasa de interés (su comunicación) y algún programa de compra de activos de largo plazo que posean, pueden alterar también el nivel de las tasas de interés a largo plazo. Los participantes en el mercado, de su lado, ajustan sus portafolios basados en las expectativas que tienen de la política monetaria futura, las perspectivas que poseen acerca del comportamiento futuro de otras variables económicas (como el desempeño económico o la inflación), y la actitud que tienen frente al riesgo y la liquidez de los instrumentos financieros. La confluencia de estas fuerzas determi-

8 Como se argumentará más adelante, consideramos que en particular este último punto de la ssh propuesta por Summers presenta una confusión analítica entre la tasa natural de la economía y la tasa neutral, lo que le impide reconocer el papel de las fuerzas monetarias dentro del diagnóstico general post-crisis de la ssh.

na la tasa de interés nominal para cada periodo de tiempo.

No obstante, donde existe una amplia discusión es sobre si en este proceso de determinación de la tasa de interés influyen factores *reales*. La tesis principal que sostiene esta idea, indica que la postura de política monetaria que adoptan los bancos centrales se toma en seguimiento a un *benchmark* de la tasa de interés. Dicha tasa de referencia (que guía las decisiones de los bancos centrales) está determinada exclusivamente por factores reales de la economía. Estos factores son generalmente expresados a través de las decisiones de ahorro e inversión de los agentes, por lo que el banco central mapea con su postura de política el nivel dictaminado por el ahorro y la inversión del sistema.

Frente a esta posición, se encuentra la perspectiva de que no existe esta tasa *benchmark* para los bancos centrales y que por lo tanto, las tasas de interés reflejan únicamente factores monetarios.⁹

Existe a nuestro entender, dos inconvenientes sustanciales en torno a este debate. En primer lugar, se suele asumir que en el largo plazo la tasa de interés del mercado coincidirá con la tasa de interés *benchmark* que refleja factores reales, y debido a que esta última tasa no es observable propiamente, no es posible desacreditar directamente su existencia a través de los datos.¹⁰ En segundo lugar, y de manera

⁹ Como es bien sabido, esta discusión no es en absoluto ‘novedosa’, y en general es la parte esencial de la discusión que Keynes presentó en su *Teoría General*, y que posteriormente siguió debatiendo con economistas como Ohlin B., Robertson o el propio Hicks. Para mayor detalle puede verse Keynes (1937.a y 1937.b).

¹⁰ Tal y como sostendremos más adelante, las metodologías empíricas están constreñidas al marco teórico de referencia, por lo que los resultados empíricos sobre esta tasa de referencia son lo que se conoce como ‘*model-dependent*’.

muy significativa, existe cierta ambigüedad en la literatura sobre la definición de la tasa de interés de referencia que ha conducido a una mala especificación de la discusión teórica.

Típicamente existen tres conceptos de la tasa de interés *benchmark* alrededor de la literatura: 1) la tasa de interés natural; 2) la tasa de interés de equilibrio; y 3) la tasa de interés neutral. Siguiendo a Williamson (2017), sostengamos que estos tres conceptos no son intercambiables entre sí, y que parte de la ambigüedad en la literatura ha radicado precisamente en confundir estos conceptos, lo que da lugar a malinterpretaciones respecto a porque las tasas de interés son bajas hoy en día.

De acuerdo a Williamson (2017), podemos definir estos conceptos de la siguiente manera:

1. La tasa de interés natural. Para el promedio de los economistas, el concepto de tasa natural está relacionado con la tasa de interés *wickselliana*, la cual representa el equilibrio entre la oferta de fondos prestables (usualmente el ahorro) y la demanda de fondos prestables (usualmente la inversión). Para efectos prácticos puede definirse como el rendimiento esperado del capital de nueva creación, y es una tasa de interés compatible con el pleno uso de los recursos de la economía. De manera más reciente, los modelos Nuevo Keynesianos han adoptado el concepto de la tasa natural como la tasa de interés que existiría en ausencia de rigideces de precios y salarios. En estos modelos, la tasa natural es el nivel subyacente de la tasa de interés cuando todos los mercados se despejan (es decir cuando todos los precios son flexibles), y por lo tanto refleja propiedades directas del ciclo real de negocios. En esta situación, la tasa de interés representa

sólo factores reales, por lo que es compatible con el concepto primigenio de la tasa de *Wicksell* pero en un sentido microfundamentado.¹¹ Esta definición parece ser clara y homogénea alrededor de la literatura de la teoría monetaria.

2. La tasa de interés de equilibrio. La tasa de interés de equilibrio es constantemente malinterpretada. Siguiendo a Bernanke (2015), puede definirse de la siguiente forma: “la tasa de interés de equilibrio (algunas veces llamada tasa de interés *Wickselliana*), es la tasa real consistente con el pleno empleo del trabajo y del capital, quizás tras un periodo ligero de ajuste [...] Muchos factores afectan la tasa de interés de equilibrio. Con un rápido crecimiento económico esperaríamos que las tasas de interés sean más altas, todo lo demás constante, reflejando mayores retornos de capital esperados. En una recesión, la tasa de interés sería baja porque las oportunidades de inversión son limitadas. Políticas de gasto de gobierno e impuestos también afectan la tasa de equilibrio; por ejemplo, largos déficits afectan al alza la tasa, etc”. El dilema principal de esta definición, es que en un inicio Bernanke sostiene que este concepto es un sinónimo de la tasa de *Wicksell*, sugiriendo entonces que la tasa de equilibrio es a su vez la tasa natural (de hecho él asevera que es una tasa de pleno empleo), pero cuando comienza

11 En específico, dentro de un modelo Nuevo Keynesiano, la tasa de interés de largo plazo (en estado estacionario), se determina dentro de la ecuación de Euler, la cual, en equilibrio termina reflejando la tasa de descuento subjetiva de los agentes. Dicho factor de descuento representa el grado de ‘impaciencia’ de las familias al momento de suavizar su consumo, por lo que implicitamente, la tasa de equilibrio de largo plazo en estos modelos se encuentra determinada por factores relacionados a cuestiones de ahorro-inversión, tal cual sucedía en *Wicksell*.

a explicar el funcionamiento de la tasa de interés de equilibrio no presenta un análisis Nuevo Keynesiano, sino que en realidad describe una tasa muy similar a la que se presenta en el viejo modelo IS-LM. Esta distinción es muy importante, porque entonces la tasa de interés de equilibrio no está relacionada con el mercado de fondos prestables, sino con el mercado de dinero. Esa es la razón por la que cuestiones como la inversión, el gasto público o los impuestos afectan la tasa de interés de equilibrio pero no necesariamente la tasa natural. Asimismo, esta concepción permite imaginar diferentes tasas de interés (de equilibrio), donde el ahorro sea igual a la inversión, pero que no necesariamente sean de pleno empleo.¹² Esta confusión parece no ser propia únicamente de Bernanke, sino que esta presente a lo largo de varios *policy makers* como son Fisher (2016) o Borio *et al.* (2017).

3. La tasa de interés neutral. Yellen (2017) describió este concepto de la siguiente manera: “La tasa de interés neutral se define como el nivel de la tasa que, ajustada por la inflación, no es expansionista ni contraccionista cuando la economía opera en su pleno potencial. En efecto, una política ‘neutral’ es aquella donde la política monetaria no tiene el pie ni en el freno ni en el acelerador”. Es decir, la tasa neutral es aquella que, quitando la inflación, es consistente con el cierre de la brecha del producto de la economía, y es similar a la tasa de interés que se encuentra dentro de las reglas de política monetaria, la llamada r-estrella (véase Williams, 2018).

12 De hecho, todas las tasas de interés a lo largo y ancho de la curva IS representan tasas de ‘equilibrio’ entre el ahorro y la inversión, si bien esta tasa no refleja cuestiones reales (porque es determinada en el mercado de dinero), y no necesariamente implican pleno empleo. Véase Bofinger y Ries (2017).

Por inicio, quienes sostienen que las tasas de interés son bajas por factores reales, lo hacen suponiendo que la tasa natural ha presentado una caída significativa y que posteriormente, en seguimiento a este declive de la tasa natural, los bancos centrales han seguido esta trayectoria, y con ellos el resto de las tasas en el mercado.¹³

El problema principal con esta línea de argumentación es que la tasa de interés natural no es una variable observable; por lo que, para construir una explicación acerca de porque ha caído, se han seguido básicamente dos estrategias relacionadas a los factores subyacentes que la pueden haber modificado. La primera de ellas es básicamente narrativa, y cuenta diferentes historias sobre el comportamiento del ahorro y la inversión. La segunda de estas estrategias ha consistido en crear modelos tradicionales dentro de la NEK, donde bajo cierta calibración de los parámetros (los llamados ‘parámetros profundos’) se puede obtener una explicación teórica microfundamentada sobre los cambios en el balance ahorro-inversión. (véase Eggertsson *et al.* 2017 o Rachen y Smith 2017).

Frente a esta posición, diversos autores han emprendido una cruzada netamente empírica (económética) para demostrar que las tasas de interés no pueden explicarse por variables relacionadas con el nivel de ahorro o la inversión. Borio *et al.* (2019 y 2017), en particular, encuentran que el determinante principal de las tasas de interés es en realidad el régimen monetario, o en otras palabras, sugieren que no hay evidencia clara para aceptar que hay factores reales detrás de las bajas tasas de inte-

¹³ Si bien es importante resaltar que para Bernanke (2015) estos efectos son sólo de carácter transitario en tanto el desbalance comercial global se corrija, mientras que para Summers (2014), la caída de la inversión está más relacionada con cuestiones estructurales que no se correjirán por si solas.

rés, sino que las tasas están siempre explicadas por factores monetarios.¹⁴

La confusión principal en este debate radica en que mientras los primeros autores confunden la tasa natural con la tasa neutral de la economía, los segundos toman a la tasa de interés de equilibrio como la tasa neutral.¹⁵

Es claro que la investigación empírica de Borio *et al.* (2019 y 2017) encuentra que es la política monetaria el principal determinante de la tasa de interés, debido a que los datos empleados, las tasas *observables*, gravitan en torno al equilibrio del mercado de dinero, es decir; los datos con los que se emprenden estos modelos económéticos reflejan desde un inicio factores monetarios, porque circundan la tasa de interés de equilibrio. Pero poco puede decirse con esta metodología acerca de si los bancos centrales fijan sus posturas en seguimiento o no a una tasa de interés no observable.

En particular, desde la incorporación del *inflation targeting* como régimen monetario, los bancos centrales tratan de usar como he-

¹⁴ Es interesante observar que Borio *et al.* (2017) no sólo muestran la influencia de factores monetarios, sino del tipo de régimen monetario que existe. En la época del patrón oro, por ejemplo, los autores encuentran que los bancos centrales mantuvieron el objetivo de convertibilidad de las monedas con políticas monetarias constantes, lo que generó tasas de interés constantes también durante estos años, a pesar de los cambios en la inflación y el producto. A partir de la década de los 80, con la introducción del régimen de metas de inflación, la política de tasas de los bancos se dirigió a conseguir tasas de inflación bajas y estables, modificando con ello la conducción de la política monetaria. El régimen por tanto, determina la tasa de mercado.

¹⁵ En Morales y Sandoval (2017) se tuvo la precaución de argumentar en torno al declive de la tasa neutral, pero en seguimiento a las expresiones de algunos policy makers puede existir alguna ambigüedad entre este concepto y el de la tasa natural en dicho trabajo. A la luz de esta nueva reflexión, consideramos que el argumento correcto (y el predominante dentro de la SSH) debe estar vinculado únicamente al concepto de la tasa neutral.

rramienta de política en su toma de decisiones la tasa de interés neutral; la cual no obedece a variables de ahorro e inversión, sino al tipo de regla monetaria que se tenga, y el tipo de mecanismo de transmisión que se estime entre la brecha del producto y la brecha de la inflación.¹⁶

En este sentido, consideramos que la investigación de Borio muestra una claridad empírica un tanto obvia desde la teoría (y más específicamente desde la vieja tradición keynesiana, como sugiere Palley; 2019).

En consecuencia, las tasas de interés pueden ser bajas en efecto porque las fuerzas monetarias les obligan a estar en niveles bajos, pero los bancos centrales asumen esta posición considerando que la tasa neutral de la economía también ha decaído.

En Summers (2014) hay una equivocación al confundir la caída de la tasa neutral con la reducción de la tasa natural, principalmente porque los bancos centrales emplean como herramienta analítica la primera, no la segunda. En este sentido, encontramos que lo relevante es explicar ¿por qué la tasa de interés neutral ha decaído? La metodología usual para estimar esta variable radica en el uso de filtros que permitan recuperar el comportamiento *no observable* a través de la trayectoria de variables que sí pueden observarse.¹⁷ En este sentido la tasa de interés neutral se estima basado en las relaciones teóricas que hay entre la inflación, el producto

16 Es un error desde la propuesta de Summers el ligar la SSH a la tasa natural de la economía, porque las autoridades monetarias no buscan en sus modelos un objetivo entre ahorro-inversión, sino que el cierre de sus modelos posee una regla monetaria (tipo Taylor u otra), que considera brechas de inflación y producto (nunca de ahorro o inversión), lo cual está relacionado con la tasa neutral y no con la natural (este último concepto es de hecho poco útil para la política monetaria). No obstante, es factible pensar que esta es una equivocación de forma y no de fondo para las implicaciones de la SSH.

17 El filtro de Kalman suele ser la herramienta por excelencia para este proceso.

y la tasa de interés (es decir entre la curva IS, la curva de Phillips y la regla de política monetaria). Por ejemplo, si en los datos históricos hay una inflación arriba de su objetivo, esto sugeriría que el producto debiese estar arriba de su potencial, y correspondientemente, que la tasa de interés debiese estar por debajo de su nivel neutral en los datos; por lo que a través de lo que si puede observarse (inflación y producto) es factible estimar o ‘filtrar’ el valor de cosas que no pueden observarse (la tasa neutral).¹⁸ En consecuencia, para responder porque ocurre el declive de la tasa de interés neutral (la cual anima a los bancos centrales a mantener tasas de interés bajas dado el régimen monetario existente), es necesario responder porque son bajas las dinámicas de las variables que sí podemos ver, es decir, la inflación y el producto.

2. ¿Por qué es bajo el crecimiento económico?¹⁹

La hipótesis del arrastre del ciclo financiero (*Financial Cycle Drag, FCD*), como hipótesis rival de la SSH, ha impulsado una explicación alternativa al pobre desempeño económico, argumentando que la política y régimen monetario, a través del ciclo financiero, ha tenido una profunda y persistente influencia en el crecimiento del producto. Borio *et al.* (2017) han expuesto como los cambios del régimen monetario pueden interactuar con los ciclos

18 Nótese entonces que no es necesario recurrir a narrativas sobre el ahorro o la inversión para explicar porque la tasa neutral es baja, sino que lo que se ocupa es comprender porque la inflación y el crecimiento resultan bajos.

19 La SSH representa toda una vertiente para explicar el proceso de bajo crecimiento. Esta hipótesis ya fue desarrollada dentro de la primera sección de este artículo, por lo que en este bloque nos concentraremos en exponer el marco conceptual del ciclo financiero. No obstante, el lector debe tomar en cuenta que ambas tesis están presentes en la literatura.

financieros y a través de ello tener serias consecuencias para el producto.

Para centrarnos en la interacción entre la política monetaria y el ciclo financiero, prime- ramente necesitamos tener claro la distinción entre ahorro y financiamiento. Para que las empresas puedan operar requieren cubrir los costos de producción, por lo que recurren al financiamiento con la esperanza de pagar con sus futuros beneficios los préstamos adquiridos. Este financiamiento es proporcionado por la banca a costos que tienen en cuenta la tasa de referencia del mercado. Por lo que de esta forma se conecta la política monetaria con el financiamiento y el sistema bancario. El finan- ciamiento es un concepto *cash-flow* que sólo puede generarse a través de la banca, y no es un *stock* dado por los depósitos de la gente (es decir el ahorro). Lo que las empresas usan para invertir en consecuencia es financiamiento, y no ahorro. (véase Keynes 1937.b).

El sistema bancario es inherentemente inestable, conjugando episodios de toma de altos riesgos con periodos de aversión al mismo, provocando que el mercado de crédito y la economía misma se alternen entre episodios de expansión y contracción, lo que es capaz de generar los ciclos financieros. En la fase de ex- pansión, con el fácil acceso a crédito, con un costos relativamente bajos, el consumo y el pro- ducto suelen beneficiarse; pero simultáneamen- te se incentiva la adopción de niveles crecientes de riesgo y apalancamiento, provocando tarde o temprano un debilitamiento del sistema banca- rio. En la fase contractiva, la aversión al riesgo y el costo del crédito aumentan, y en el ajuste financiero se afecta el producto.

Por lo anterior, surge un *trade-off* entre el corto y largo plazo respecto al crecimiento (Borio *et al.*; 2019). El fácil acceso al crédi- to a bajo costo, permite una expansión de la economía pero establece al mismo tiempo las

condiciones de la fase contractiva del futuro, que terminará golpeando el producto a largo plazo. Por otro lado, la política monetaria su- jeta al actual régimen, responde de manera asi- métrica al ciclo financiero (Borio *et al.* 2019); durante la fase expansiva, mientras no existan presiones inflacionarias, la política monetaria se centra en la estabilidad macroeconómica a corto plazo, teniendo pocos incentivos a in- tervenir en la generación de los desbalances financieros propios de este tramo del ciclo; sin embargo, tiende a mostrarse mucho más agre- siva y activa durante la fase contractiva, dada la pérdida de estabilidad y los problemas para alcanzar el objetivo de inflación. Las reaccio- nes asimétricas de la política monetaria suele agudizar el *trade off* entre corto y largo plazo, agudizando su impacto en el producto.

Esta interacción no armónica, entre la po- lítica monetaria y el ciclo financiero, es capaz de provocar ciclos económicos muy prolonga- dos. De hecho, Borio *et al.* (2017) estiman que mientras un ciclo real de la economía dura en- tre 8 y 10 años, un ciclo financiero suele durar entre 15 y 20 años.²⁰ No obstante, una de las preocu- paciones centrales en el actual comporta- miento económico, no es solamente que el pro- ducto efectivo crezca a tasas bajas, sino que la productividad y el producto potencial del mun- do desarrollado se está achicando, ¿es posible que el ciclo financiero tenga efectos perversos sobre la productividad y el producto potencial?

Dos son las explicaciones que responden a esta pregunta, las dos pasan por una ralen- tización de la tasa de crecimiento de la PTF, provocada ya sea por una reestructuración de los sectores económicos o una reasignación in- eficiente de los recursos.

²⁰ Esto último significaría que en la actualidad aún estamos viviendo una etapa (la fase final) del ciclo financiero generado por la crisis de 2008, y que este proceso de desapalancamiento, es en general lo que mantiene la actividad económica débil.

Sobre el proceso de reestructuración, Cecchetti y Kharroubi (2015a), en un estudio sobre los efectos de la variación del tamaño del sector financiero en el crecimiento de la PTF, encontraron una clara relación negativa entre ambas variables, es decir, entre más se expande el tamaño del sector financiero peor es el desarrollo del crecimiento de la productividad, afectando con ello el crecimiento del sector real de la economía. Puesto en otras palabras, la expansión del sector financiero (que se relaciona con la fase expansiva del ciclo financiero) parece tener un efecto negativo en el producto al ralentizar el crecimiento a través de golpear el desempeño de la PTF.²¹

Ahora bien, ¿cuáles es el mecanismo de trasmisión que corre del crecimiento del sector financiero a una baja de la PTF? La respuesta se sustenta en que el sector financiero suele favorecer de manera relativa a sectores de baja productividad, como suelen ser las industrias con activos fácilmente financierizables (activos que suelen ser fácilmente usados como colaterales) modificando la composición sectorial de la economía y con ello, afectando el crecimiento de la PTF. La intución que trata de capturar tal respuesta es que a mayor uso de capital físico en el proceso productivo o producción de bienes tangibles, mayor facilidad para obtener financiamiento externo, como resultado de la mayor disposición de obtener préstamos dejando como garantía los activos físicos o la producción misma. Los sectores desfavorecidos suelen ser aquellos con bajos niveles de activos físicos o intensivos en investigación y

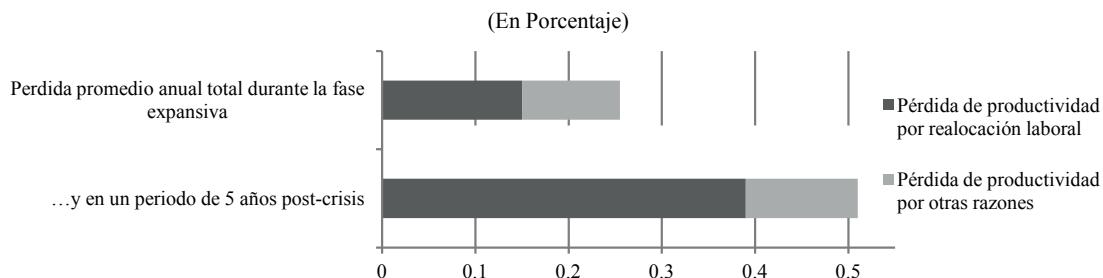
21 Los autores ponen a modo de ejemplo el caso español, entre 1990 y 1995 el ratio crédito-PIB fue muy constante, alrededor de -0.22% por año, mientras que la productividad para el mismo periodo tuvo una tasa de crecimiento de 1.7%. De 2005 a 2010 el ratio creció 8.1%, mientras la productividad lo hizo a tan solo 1% al año. Si el ratio crédito-PIB hubiera permanecido estable, la productividad hubiera crecido a tasas similares a la del periodo 1990-1995 (Cecchetti and Kharroubi; 2015b).

desarrollo, los cuales suelen tener un impacto positivo y alto sobre la PTF.

Respecto a la asignación ineficiente de recursos, Borio *et al.* (2016) encontraron que durante los booms crediticios suele presentarse una ralentización de la tasa de crecimiento de la productividad. De manera más precisa, el ratio crédito-crecimiento del PIB está negativamente correlacionada con el crecimiento de la productividad agregada. La diferencia con los trabajos de Cecchetti and Kharroubi es el mecanismo de trasmisión. Para Borio *et al.* (2016) el impacto negativo en la productividad proviene de la reasignación de los recursos, especialmente el trabajo, hacia sectores con menores tasas de crecimiento de la productividad, lo cual no implica que los sectores con mayor dinamismo en la misma crezcan menos, sino que, de manera relativa atraen a menos trabajadores. Como se puede ver en la gráfica 4, prácticamente dos terceras partes de la pérdida de productividad se debe a la reasignación laboral.

Otro punto fundamental es que el impacto de la reasignación laboral durante la fase expansiva del ciclo financiero es mucho más pronunciada; si esta fase es seguida de una crisis, la pérdida promedio por año de la productividad (en los cinco años posteriores) es más del doble que durante la fase expansiva.

Así, el impacto del ciclo financiero no sólo puede explicar efectos sobre el ciclo económico, sino que también puede afectar el producto potencial de la economía a través de su impacto en la productividad, ya sea por la reasignación laboral en los sectores con menos dinamismo en productividad o favoreciendo la expansión de aquellos con baja productividad; lo cual apuntaría al pobre desempeño antes y después de la crisis de 2008. Antes, por la fase expansiva (que provoca el proceso de mala asignación), y después, por el *path dependence* que genera en el aparato económico.

Gráfica 4**Ciclo financiero y pérdida de productividad**

Fuente: Borio et al (2016); 2019

34

3. ¿Por qué hay bajas tasas de inflación?

A nuestro entender hay básicamente dos posiciones principales acerca de porque la inflación es baja en la actualidad. Por un lado, la SSH sugiere que hay un problema de demanda que es consistente con convivir con precios bajos, lo cual a su vez es congruente con tener tasas de interés bajas por parte de los bancos centrales y en consecuencia, tasas bajas en los mercados. Por otro, se encuentra la explicación del FCD, que encuentra una baja relación empírica entre la demanda y la inflación.

De acuerdo con estimaciones del BIS para el G7, la inflación parece responder cada vez menos a la brecha del mercado laboral; en otras palabras, la respuesta de la inflación a las variaciones en el mercado laboral ha decrecido e incluso ha llegado a ser estadísticamente indistinguible de cero.

La respuesta estándar a lo anterior es que las expectativas de inflación han estado mucho mejor ancladas bajo el actual régimen monetario; por lo que ahora los precios, y probablemente los salarios, responden menos a las variaciones en el mercado laboral (Bernanke; 2007a). Sin contradecir lo anterior, Borio (2017b) propone una hipótesis complementaria: una deflación

secular, provocada por factores globales y tecnológicos. La intuición que parece estar detrás es que, la inflación no ha sido inmune a la incorporación de nuevos mercados,²² como tampoco al choque tecnológico de la segunda mitad del siglo pasado.²³

Esto último no reniega del clásico *trade off* entre desempleo e inflación, sino que ahora, no sólo responde a condiciones nacionales sino también globales. Se arguye que, la inflación

22 La entrada de nuevos mercados a la economía global (piénsese en China, los países del extinto bloque socialista y de las diferentes economías emergentes a través de diversos procesos de apertura comercial), significó la entrada de un flujo masivo de fuerza laboral, lo que no sólo significó millones de nuevos trabajadores, sino también la capacidad de reasignar la fuerza de trabajo alrededor del mundo, lo que abarató la mano de obra y permitió el surgimiento de nuevos productores internacionales que competían basados en estrategias de precios.

23 El choque tecnológico operó de manera similar a la globalización. Redujo la capacidad de negociación del trabajo organizado (piénsese en la robotización y estandarización de los procesos productivos) y el poder de mercado de las empresas incumbentes, reduciendo costos de producción (con ello ciertas barreras a la entrada) y reduciendo el ciclo de vida de algunos productos, acelerando el proceso de obsolescencia (redundando en una reducción de precios).

se ha sincronizado en buen grado en un amplio número de países y que esto se ha debido principalmente al aumento de los efectos globales sobre la inflación.²⁴

Comentarios finales.

Es innegable que la política monetaria de los bancos centrales posee efectos (determinantes) sobre el nivel de la tasa de interés. Pero los bancos centrales no toman decisiones en el vacío, y en congruencia con el régimen monetario existente, usan que emplean alguna especie de regla monetaria (simple u óptima) para conducir sus acciones.²⁵

Dentro de estas reglas, el valor de r-estrella es clave. Y aunque su valor sea un reto empírico, en realidad queda definido por cuestiones que los bancos centrales sí pueden observar, como son la inflación y el producto.

¿Por qué el producto y la inflación son bajos? No es una pregunta cerrada. El largo trabajo de Borio *et al.* (2019, 2017a y 2017b) supone que hay diversos factores que han estado operando durante todos estos años. Por un lado el crecimiento económico sufre aún los estragos del FCD que se espera puedan desaparecer en cinco años. Si bien, los efectos sobre la PTF

24 Tomando a las Cadenas Globales de Valor (CGV) como unos de los principales mecanismos de transmisión de los determinantes globales en la inflación de los países, Auer *et al.* (2017) encuentran evidencia para sostener que una mayor participación en las CGV se traduce en una inflación menos sensible a la brecha del producto doméstica y más a la de su contraparte global. Estos factores parecen haber ayudado a los bancos centrales en la pre-crisis para que las inflaciones fuesen bajas, pero en el mundo post-crisis han complicado sus tareas. Vientos a favor se han tornado en vientos en contra.

25 Lo cual no implica decir que los bancos centrales hagan lo que dicen las reglas (o sus modelos), sino que el ‘juicio’ que incluyen lo hacen a partir de estos puntos de referencia (lo que es parte de la llamada discrecionalidad acotada).

pueden dar como resultado un equilibrio más bajo que el de hace una década.

Por otro lado, la deflación secular parece ser una cuestión que llegó para quedarse, y rompe con el mecanismo tradicional de transmisión con el que contamos los economistas.

Sin embargo, resulta interesante notar que en esta línea de argumentación se apele tanto a explicar la baja inflación de nuestros días sin emplear variables nominales, pero que justo estas variables resulten determinantes en Borio para explicar el desempeño del producto y la tasa de interés (como si su objetivo fuese el restablecer una nueva dicotomía, pero en sentido inverso a la tradicional). Más aún, la explicación general para una baja inflación (choques tecnológicos y factores globales) describen la presencia de un *shock* de oferta ¡positivo!, pero cuando se busca explicar el lento crecimiento económico y la caída de la productividad, estos autores terminan aludiendo a efectos que son compatibles con un shock de oferta ¡negativo!²⁶ ¿Cómo es esto posible?

No sólo encontramos que estas explicaciones pueden llegar a ser contraintuitivos e incongruentes entre si (dados que parecen ser hipótesis parciales, o aisladas unas de las otras), sino que la hipótesis del régimen monetario y el ciclo financiero deja en el vacío cuestiones tales como: ¿qué causa el FCD?, o ¿es factible pensar que son los bancos centrales los causantes en última instancia de la baja inflación y el bajo crecimiento económico (aún cuando poseen tasas de interés en ¡cero!)?, y de manera más especial, ¿qué pueden explicar mejor la baja inflación, el bajo crecimiento, y las bajas tasas de interés sino es una demanda débil?

26 Se puede argumentar, bajo cierta lógica, que los efectos negativos del ciclo financiero pueden contrarrestar en el producto los efectos positivos de la deflación secular, pero no es evidente que sea así, porque el primer efecto opera en todo el ciclo, mientras que el segundo es un asunto de ‘lustros’.

A nuestro entender, esta última cuestión es la fuerza central de ssh y que puede dar cuenta explicativa de la trinidad: inflación-producto-tasa de interés en una sola reflexión.

Las preguntas relevantes a contestar muchas veces son las más simples, por ejemplo ¿Por qué caen las manzanas hacia abajo y no hacia arriba?, hoy en día parece confundirnos muchas cuestiones sobre como funciona la inflación, el producto y las tasas de interés, así que tal vez la pregunta más obvia para nuestro gremio sea: ¿sabemos como funciona la economía? ☺

Bibliografía

36

- Auer, R. Borio, C. & Filardo, A. (2017), "The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains", BIS Working Papers, no 602, enero.
- Bank for International Settlements (2017), 87th Annual Report, junio.
- Bernanke, B. (2015), "Why are interest rates so low?", Brookings, 30 de marzo, 2015.
- _____ (2007a): "Inflation expectations and inflation forecasting", discurso en el Monetary Economics Workshop del National Bureau of Economic Research Summer Institute, 10 de junio, 2007.
- _____ (2007b), "Global Imbalances: Recent Development and Prospects", Federal Reserve Board, At the Bundesbank Lecture, Berlín, 11 de septiembre, 2007.
- _____ (2005), "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", Federal Reserve Board, At the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists. Richmond, 10 de marzo, 2005.
- Caballero, R. Farhi E., & Gourinchas, P. (2017), "The safe asset shortage conundrum", *Journal of Economic Perspective*, Vol. 31, No. 3, pp. 29-46.
- _____ (2016), "Safe asset scarcity and aggregate demand", *American Economic Review Papers & Proceedings*, Vol. 106, No. 5, pp. 513-8.
- Cecchetti, S., & Kharroubi, E. (2015a), "Why does financial sector growth crowd out real economic growth?", CEPR Discussion Paper 10642.
- _____ (2015b), "Why growth in finance is a drag on the real economy", Vox CEPR, Policy Portal, 7 de julio, 2015.
- Bofinger, P. & Ries, M. (2017), "Excess saving and low interest rates: Assessing theory and evidence from the Global Crisis", Vox CEPR, Policy Portal, 29 de julio, 2017.
- Borio, C. (2017a), "Secular stagnation or financial cycle drag?", BIS, National Association for Business Economics, 33rd Economic Policy Conference, 5-7 Marzo, Washington DC, 2017.
- _____ (2017b): "Through the looking glass", OMFIF City Lecture, Londres, 22 de Septiembre.
- Borio, C. Disyatat P. Juseluis, M. & Rungcharoenkitkul, P. (2017), "Why so low for so long? A long term view of real interest rates", BIS, Working Paper, No. 685, Diciembre, 2017.
- Borio, C., Disyatat P., & Rungcharoenkitkul, P. (2019), "What anchors for the natural rate of interest?", BIS, Working Paper, No. 77, Marzo, 2019.
- Borio, C. Kharroubi, E. Upper, C. & Zampolli, F. (2016): "Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences", BIS Working Papers, no 534, enero 2016.
- Eggersston, G. & Woodford, M. (2003), "The Zero Bound on interest rates and optimal monetary policy", *The Brooking Institution*, Vol. 34, Núm. 1, Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, pp. 139-235.
- Fisher, S. (2016), "Low Interest Rates", Federal Reserve, at the 40th annual central banking seminar, sponsored by the Federal Reserve Bank of New York, 5 de octubre, 2016.
- Gordon, R. J. (2016), "Estancamiento secular: una visión desde la perspectiva de la oferta", *CEMLA, Boletín* enero-marzo, 2016, pp. 58-67.
- _____ (2014), "The turtle's progress: Secular stagnation meets the headwinds", Vox CEPR, Policy Portal, 15 de Agosto, 2014.

- Keynes, J. M. (1934.a), "Teorías alternativas de la tasa de interés", *Revista de Economía Institucional*, 19, 36, 2017, p.p. 335-346. Tomado de *The Economic Journal*, 47, 186, 1937, pp. 241-252.
- _____. (1937.b), "La teoría 'ex-ante' de la tasa de interés", *Revista de Economía Institucional*, 19, 36, 2017, pp. 347-353. Tomado de *The Economic Journal*, 47, 188, 1937, pp. 663-669.
- Morales, S. & Sandoval, K. (2017), "¿Por qué las tasas de interés son tan bajas?", *Economía Informa*, Vol. 405. No. C, pp. 46-63.
- Palley, T. (2019), "The fallacy of the natural rate of interest and zero lower bound economics: why negative interest rates may not remedy Keynesian unemployment", *Review of Keynesian Economics*, Vol. 7, No. 2, pp. 151–170.
- Rachel, L. Summers, L. H. (2019), "On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation", BPEA Conference Drafts, 7-8 marzo.
- Summers, L. H. (2016a), "Secular Stagnation and Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Second Quarter*, Vol. 98, No. 2, pp. 93-110.
- _____. (2016b), "The Age of Secular Stagnation. What It Is and What to Do About It", *Foreign Affairs*, marzo/abril, pp. 2-9.
- _____. (2014), "U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and Zero Lower Bound", *Business Economics*, Vol. 49, No. 2, pp. 65–73.
- Williams, J. (2017), "Three questions on R-star", Federal Reserve, Bank of San Francisco, *Economic Research*, 21 de febrero, 2017.
- Williamson, S. (29 de marzo del 2017), "Low Real Interest Rates and Monetary Policy".[mensaje en un blog]. Recuperado de <http://newmonetarism.blogspot.com>
- Werning, I. (2011), "Managing Liquidity Trap: Monetary and Fiscal Policy", NBER, Working paper 17344, 2011.



La financiarización del consumo en México. Análisis del crédito al consumo y sus efectos en el mercado interno y la demanda agregada

The financialization of consumption in Mexico. Analysis of the consumer credit and its effect on the domestic Market and aggregate demand

40

Hilda Gabriela Ortíz Díaz*



* Maestría en Economía, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM
gabrielaortizd@gmail.com



Resumen

El modelo de acumulación capitalista en la actualidad presenta un escenario en el cual el sistema financiero desarrolla un papel hegemónico dentro del sistema económico. En esta etapa, llamada financialización, se favorecen medidas y políticas que deterioran el nivel salarial y la posición de la clase trabajadora frente a los intereses del accionista y el capital financiero. Esto se traducen en una modificación en la distribución funcional del ingreso que, teóricamente, tendría que ser reflejada en un deterioro de los niveles de consumo. Sin embargo, en la etapa de financialización, el efecto sobre el consumo ha sido neutralizado a través de un mayor nivel de endeudamiento del sector de los hogares, particularmente a través del crédito para consumo cuya oferta ha ido en ascenso.

Abstract

The capitalist accumulation model currently presents a scenario in which the financial system develops a hegemonic role within the economic system. At this stage, called financialization, measures and policies that deteriorate the wage level and the position of the working class against the interests of the shareholder and the financial capital are favored. This translates into a modification in the functional distribution of income that, theoretically, would have to be reflected in a deterioration of consumption levels. However, at the financialization stage, the effect on consumption has been neutralized through a higher level of indebtedness of the household sector, particularly through consumer credit whose supply has been rising.

Introducción

El modelo de acumulación capitalista en la actualidad presenta un escenario en el cual el sistema financiero, sus operaciones, su espectro de actuación, sus actividades y sus funciones desarrollan un papel hegemónico dentro del sistema económico. En esta etapa, llamada financialización, se favorecen medidas y políticas que deterioran el nivel salarial y la posición de la clase trabajadora frente a los intereses del accionista y el capital financiero.

La precarización del trabajo y la pauperización de los salarios se traducen en una modificación en la distribución funcional del ingreso que, teóricamente, tendría que ser reflejada en un deterioro de los niveles de consumo dado que esta variable es función directa y principal del nivel de ingreso, particularmente el de los salarios.

Sin embargo, en la etapa de financialización, el efecto sobre el consumo ha sido neutralizado a través de un mayor nivel de endeudamiento del sector de los hogares, particularmente a través del crédito para consumo cuya oferta ha ido en ascenso. Este mecanismo asegura la evolución del gasto privado en consumo que resulta una variable definitoria en la formación del producto por representar casi tres cuartas partes, además de tener relativamente mayor estabilidad.

Así, el mecanismo de endeudamiento para consumo de los hogares puede asegurar el camino de crecimiento de una economía, mitigar el estancamiento del nivel salarial y sostener los niveles de consumo. En este sentido, se desenvuelve el argumento de la financialización del consumo.

El presente trabajo analiza la evolución del crédito dirigido al consumo en México durante los últimos años en el contexto de la financiarización de las relaciones de producción. El objetivo central es verificar si la economía mexicana presenta las características de crecimiento guiado por endeudamiento dado el contexto de pauperización de los salarios y precarización del empleo. Así, finalmente se conocerá si el endeudamiento de los hogares, particularmente a través del crédito al consumo, es un elemento determinante en la evolución la economía mexicana, es decir, se verificará la tesis de financiarización del consumo para nuestra economía.

42

La hipótesis central del trabajo es que la etapa de financiarización significa un deterioro de los salarios que es mitigado por el financiamiento al consumo y el endeudamiento, particularmente en la forma de crédito al consumo. Estos elementos neutralizan la restricción que los niveles de ingreso imponen al consumo, cuya pendiente se mantiene positiva, al mismo tiempo que se asegura la condición de reproducción del sistema capitalista al garantizar la obtención continua de ganancias a través de la compra y venta de bienes y servicios de consumo.

Para ello, además de un análisis teórico basado en la revisión de la literatura sobre la financiarización y las condiciones actuales del factor

trabajo, se presentan un análisis cuantitativo con base en datos del Instituto Nacional de Geografía y Estadística (INEGI), Banco de México (Banxico), Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). El período de estudio comprende entre 1995 y 2016. En algunos casos, basado en la disponibilidad de los datos, el período puede variar.

La organización del trabajo se da en el siguiente orden: en primera instancia se presenta, a manera de marco teórico, una exposición sobre la financiarización de las relaciones de producción, conceptualizando el aporte, señalando sus características más importantes y las modificaciones que significa en las relaciones y actividades de los agentes. Posteriormente, se examina la distribución del ingreso y la dinámica del mercado laboral en la actualidad por ser ambos factores elementales determinantes en el fenómeno del endeudamiento y de la mayor participación en el mercado de créditos al consumo. En tercera instancia, se analiza cuantitativamente la evolución del crédito al consumo en México, partiendo de la presentación de la importancia del consumo dentro del ingreso y exponiendo a los demandantes del mismo y los costos que les representa el uso de esta herramienta. Finalmente se exponen las conclusiones del trabajo.

1. La financialización de las relaciones de producción

Resulta imposible hablar del modo de producción capitalista como un proceso homogéneo y estático. Particularmente, a partir de 1970, y hasta la actualidad, surgieron marcadas tendencias y cambios en el entorno social, político e institucional que hicieron posible identificar una transición de un capitalismo dirigido por el capital productivo a uno dirigido por las finanzas (Sawyer, 2014, p. 6). Es decir, el concepto, las relaciones y el papel que jugaban tradicionalmente las empresas y las industrias del sector productivo, se transformó, quedando supeditado al entorno financiero.

En este sentido, en la actualidad, los servicios, actividades y las instituciones financieras, así como los mercados de capitales, constituyen la esencia del funcionamiento económico, cuyo desenvolvimiento tiene efectos de envergadura tal, que permiten la estabilidad o la puesta en marcha de una crisis dentro del sistema. Precisamente, este entorno es al que se hace referencia como la etapa de financialización de las relaciones de producción en el capitalismo.

Puntualmente, el concepto de financialización hace referencia a un régimen de acumulación dominado por las finanzas. La definición más citada respecto al significado del concepto es la de Epstein (2005, p.3), que define de modo muy práctico la financialización como “*el creciente papel de motivos financieros, mercados financieros, actores financieros e instituciones financieras en la operación de economías nacionales e internacionales*”.

El concepto de financialización puede desenvolverse con distintos matices y acentos de acuerdo a lo que se busqué resaltar “*De hecho, no hay un acuerdo común acerca de la definición*

del término (financialización), y mucho menos acerca de su significado” (Epstein, 2005, p. 3). Y siguiendo a Stockhammer “*No hay una definición acordada, ya que (la financialización) incluye fenómenos que van desde la globalización de los mercados financieros, la revolución del accionista y el aumento de los ingresos de la inversión financiera.*” (Stockhammer, 2004, p. 271).

Por la pertinencia en este trabajo, es importante mencionar que, diversos autores¹ encuentran necesario señalar una divergencia entre el desarrollo y el funcionamiento de la financialización en países desarrollados, como Gran Bretaña y Estados Unidos, frente a economías en vías de desarrollo. Los patrones de desenvolvimiento y comportamiento que se observan en estas economías suelen ser diferentes en razón de la dinámica de su sector exportador y del endeudamiento interno por parte de los agentes, “*Las crecientes actividades financieras impactaron de manera diferenciada en los países en desarrollo, porque sus mercados de capitales ni se ampliaron ni se profundizaron a la par de los sistemas financieros de los países desarrollados, particularmente de los países anglosajones (Gran Bretaña y Estados Unidos)*” (Levy & López, 2013, p. 21). Por una parte, los países pertenecientes al primer grupo, los del modelo anglosajón, han seguido un modelo guiado por el endeudamiento, en cuyo sentido pasan a depender de los flujos de capital externo (Lavoie & Stockhammer, 2012). Por otra parte, las economías de países en desarrollo han implementado un modelo de crecimiento dirigido por las exportaciones (Stockhammer & Onaran, 2011). Se revelan, por lo tanto, dos modelos de crecimiento que buscan evitar el estancamiento de la demanda agregada: el crecimiento guiado por el endeudamiento que se da en los países con déficit en

¹ Ver (Bonizzi, 2013), (Levy, 2013), (Stockhamer, 2008)

la cuenta comercial pero superávit de la cuenta financiera (Lavoie & Stockhammer, 2012, p. 24) y el crecimiento guiado por las exportaciones con economías con superávit en la cuenta comercial, pero déficit en la financiera.

Lo que se busca poner en el centro de la discusión a partir de la introducción del concepto de financiarización es el cambio operativo y de esencia que pone de relieve el creciente papel de las finanzas que permea tanto a nivel micro, como a nivel macroeconómico, incluyendo, claro está, los roles de los diferentes agentes económicos e instituciones, dando paso a un nuevo modelo de acumulación.²

Para los fines que el presente trabajo busca, la actual etapa de financiarización revela dos importantes fenómenos, un cambio en la distribución del ingreso en detrimento del factor trabajo y, de la mano con ello, una marcada tendencia al deterioro de las condiciones del mercado laboral. Ambos aspectos se traducen en la precarización y la pauperización del factor trabajo y de su ingreso, el salario. Resulta entonces natural suponer, en este escenario, un incremento en la oferta de créditos al consumo, como mecanismo para, por un lado, aminorar los efectos del deterioro de la clase trabajadora sobre su status quo, y por el otro, como fuente de nuevos ingresos y ganancias para el sector financiero y bancario.

En lo que respecta al sector hogares, la financiarización ha revelado un importante retroceso resultado del declive de la participación de los salarios en el ingreso, “Una de las características distintivas del neoliberalismo ha sido la polarización en la distribución del ingreso. El cambio en el poder del trabajo al

2 Se opta por llamarlo modelo de acumulación ya que, si bien el principal objetivo sigue siendo la maximización de los beneficios, ésta ya no se da a través de la participación en la producción de bienes o servicios, sino vía la participación en actividades intangibles.

capital es claramente reflejado en el desarrollo de los salarios.” (Stockhammer, 2012, p. 54)

Resultaría, entonces, contradictorio que el gasto en consumo, que se relaciona, siguiendo a Keynes, íntimamente con el monto de los ingresos, no ha caído, incluso se ha convertido en el motor de la actividad económica³ (Stockhammer, 2012, p. 41).

La narrativa de esta clase de hipótesis tiene como eje principal el incremento en los créditos al consumo que se otorgan por parte de la banca comercial a los hogares, cuyo resultado ha sido la minimización de los efectos de la caída de la participación de los salarios en el ingreso. Actualmente, para que las familias puedan mantener sus hábitos de consumo se les presenta la oportunidad del acceso al endeudamiento a través del crédito. En este sentido, el creciente endeudamiento de los hogares debe ser visto como un sustituto del aumento en los salarios, “Mientras que los estándares de consumo han aumentado, los salarios no lo han hecho en el mismo nivel. Consecuentemente, las familias de clase trabajadora se han endeudado.” (Stockhammer, 2012, p. 54)

Por otra parte, actualmente, el número de empresas o corporaciones no-financieras que extienden su marco de actividades hacia la esfera financiera o bancaria y dejan de lado o minimizan su participación el entorno productivo o real ha crecido de manera importante. (Seccareccia, 2012, p. 282). En este sentido, y como señala Stockhammer (2012, p. 49), el sector no-financiero se caracteriza por la crea-

3 En este punto cabe retomar el concepto de crecimiento guiado por deuda. Como ya se señaló, en la etapa de financiarización los países desarrollados, particularmente aquellos de modelo anglosajón, presentan un mantenimiento en sus niveles de consumo a pesar de la caída en los niveles salariales, ello es explicado a través del endeudamiento. Precisamente, el fin último del presente trabajo es ver si la economía mexicana se desarrolla de esta forma.

ciente participación de los accionistas y un entorno incierto para la inversión.

El creciente flujo de ingresos de las empresas productivas, derivado de su participación en actividades relacionadas con el ámbito financiero, les provee la posibilidad de desenvolverse como prestamista para aquellos agentes con un balance deficitario. Esto explica la creciente participación de empresas identificadas con actividades comerciales que paulatinamente se insertan en el mercado de los créditos

“En vez de que la industria sea prestataria neta en relación con el sector bancario, las crecientes ganancias y los ingresos retenidos asociados con el relativamente débil negocio de la inversión han transformado lentamente el sector de negocios no financieros en sí mismo en un prestamista neto que busca ofertas rentables que proveen altos retornos financieros por sus fondos internos.” (Secareccia, 2012, p. 282).

2. La distribución del ingreso y la dinámica del mercado laboral como factores determinantes del crédito al consumo

La etapa de financialización de las relaciones de producción se presenta con dos características propias del modelo de acumulación capitalista que se han acentuado en la etapa neoliberal y que se complementan mutuamente: el aumento en la desigualdad del ingreso y los nuevos patrones de funcionamiento del mercado laboral que restan poder al trabajo frente a los motivos financieros.

A partir de la década de los setenta es posible identificar un proceso de desregulación en el mercado laboral que paulatinamente fue restando poder y participación al factor trabajo a través de medidas tales como la flexibilización en las contrataciones, la desmantelación de la unión de grupo, la eliminación de las negocia-

ciones colectivas, la lucha en contra de la intervención sindical o gubernamental, entre otras, que pretendían eliminar las supuestas trabas o rigideces existentes para el desarrollo en el nuevo entorno de competencia internacional. No obstante, con el paso del tiempo, los cambios institucionales que ha sufrido el mercado de trabajo han desembocado en un marcado rezago de las condiciones que los trabajadores enfrentan y que terminan por restarles bienestar, la llamada precarización del empleo.

La alteración de los mercados laborales se lleva a cabo a partir de la aplicación de medidas de orden neoliberal que propician un abierto proceso de transformación de la legislación laboral orientado a fomentar modelos de contratación flexible de la fuerza laboral: *“En años recientes, las condiciones de empleo y trabajo han cambiado significativamente en muchos países, tanto avanzados como en desarrollo, en parte debido a la globalización, a los cambios tecnológicos y a las modificaciones regulatorias.”* (van Treeck, 2012, p. 4)

Otro elemento clave en este análisis es la distribución del ingreso ya que es un factor clave en la incidencia actual de la demanda por crédito al consumo y, por esa vía, incide sobre la conformación del producto total de la economía. Kumhof (2010, pág. 4) al respecto señala: *“Los Estados Unidos experimentaron dos grandes crisis económicas durante el siglo pasado- la Gran Depresión iniciada en 1929 y la Gran Recesión que comienza en el 2007. Ambas fueron precedidas por un agudo incremento en la proporción de la desigualdad del ingreso y la riqueza, y por un incremento similarmente agudo en la proporción de deuda-ingreso entre los hogares de niveles bajos y medios de ingreso. Cuando dichas proporciones de deuda-ingreso comenzaron a percibirse como insostenibles, se convirtió en un gatillo para la crisis.”* Entonces la evolución de la distribución

del ingreso incide sobre la proporción deuda-ingreso de los hogares y afecta el nivel de ingreso agregado. Así, el comportamiento actual del ratio de endeudamiento respecto al nivel del ingreso revela importantes factores que afectan el ciclo económico.

La visión convencional sobre la distribución del ingreso se realiza desde una perspectiva microeconómica ingreso. Por su parte, para el enfoque heterodoxo poskeynesiano, los salarios reales se forman a partir de los salarios monetarios que son negociados dentro del marco de arreglos institucionales y a partir de las decisiones de fijación de precios por parte de las empresas. Ambos procesos (la fijación de precios y la negociación salarial) configuran el salario real promedio y el perfil de la distribución del ingreso (Ibarra, 2015). Cabe señalar que en un modelo poskeynesiano, y particularmente kaleckiano, la participación de los salarios es clave en la determinación de la producción y el empleo total por su influencia en el nivel de demanda agregada. En este sentido, la distribución factorial del ingreso se revela como un factor determinante de las fluctuaciones del nivel de producto total. Ello revela la gran importancia que los análisis heterodoxos ponen en la distribución del ingreso como fuente de inestabilidad económica.

El aumento en la desigualdad del ingreso en contra del factor trabajo supone un aumento en el endeudamiento de los hogares como vía para subsanar los niveles de consumo perdidos por la reducción real de los salarios, “*La explicación es directa: conforme los beneficios del incremento en el ingreso agregado durante las décadas pasadas fueron confinados a un pequeño grupo de hogares en lo elevado de la distribución del ingreso, el consumo de los grupos de bajo y mediano ingreso fue altamente financiado a través del incremento en el crédito en vez de en el incremento en los salarios.*” (van Treeck, 2012, p. 10)

Así, en un intento por mantener cierto nivel de vida y determinado patrón de consumo, los perceptores de salarios recurrieron a los instrumentos crediticios, que dentro de la etapa de financiarización aumentaron su oferta además de que se volvieron accesibles para un amplio sector de la población que había estado excluido del sector financiero hasta entonces, “*Las familias y los hogares son similarmente clave al proceso de financiarización porque su creciente necesidad de apoyarse en un crédito bancario para hacer frente a sus déficits causados por el estancamiento en el crecimiento de los salarios ha amueblado los bancos con mucho del material necesario para crear crecientes niveles de herramientas financieras respaldadas.*” (Lysandrou, 2014, p. 6)

En este sentido van der Zwan (2014, p. 105) señala la creación de un régimen económico de crecimiento que descansa en el consumo dirigido por deuda que, a su vez, es alimentado por el nivel de los salarios en declive.

El modelo de crecimiento dirigido por deuda ha sido sostenido por países que en su balanza de pagos mantienen un déficit de cuenta corriente como una manera de mantener su dinámica económica. En este sentido, se alienta el consumo interno a partir del fácil acceso a crédito y al endeudamiento. El caso más notable es el de Estados Unidos. Para este país, el crédito al consumo dentro del sector de los hogares saltó de 25% a más de 40% entre inicios de 1980 y 2007; mientras que las deudas por hipotecas se dispararon de 65% a 166% durante el mismo período. Y, como es bien conocido, un componente significativo del incremento en la deuda hipotecaria fue dedicado a financiar el consumo, porque los hogares de Estados Unidos comenzaron a percibir como su activo más grande, el valor de sus casas; que fue utilizado como un cajero automático sobre el cual podían acceder a préstamos inmediatos o, incluso a liquidez (Palma, 2009, p. 860). No obstante,

“Estados Unidos no estaba solo en este boom de deuda inmobiliaria; en muchos otros países industrializados, especialmente en el Reino Unido e Islandia, los hogares tenían también permitido, de hecho eran alentados a acumular un monto excesivo de deuda.” (Palma, 2009, p. 860)

El incremento en la desigualdad genera la expansión crediticia en el sector privado que resulta necesaria para apoyar la demanda agregada y el empleo (van Treeck, 2012, pp. 4-8).

3. Análisis del crédito al consumo en México

El análisis de la financialización del consumo sugiere que el incremento de los niveles de endeudamiento para consumo por parte de los hogares se presenta como un elemento defensivo ante los bajos niveles salariales y obedece a la dinámica actual en la distribución del ingreso; es decir, es una forma de preservar un nivel conocido de estilo de vida.

Asimismo, la literatura respecto a la financialización identifica la implementación de dos estrategias de crecimiento para evitar el estancamiento de la demanda agregada. Por un lado existen economías que han seguido un modelo dirigido por el endeudamiento, el cual depende de los flujos de capital externo para poder implementarse (Lavoie & Stockhammer, 2012), tal es el caso de economías del tipo anglosajón, “*Entre los países desarrollados, es especialmente en Estados Unidos donde el fenómeno del rápido aumento del endeudamiento de los hogares se ha manifestado, en adición con una marcada disminución en la tasa de ahorro de los hogares*” (Barba & Pivetti, 2009, p. 114). Por otro lado, algunos países han implementado un modelo dirigido por las exportaciones, el cual depende de las condiciones de competitividad impuestas por la liberalización y desregulación de los mercados de trabajo (Stockhammer & Onaran, 2011).

En este contexto, el fomento de la demanda agregada surge por dos vías: por un lado, los países con déficit en la cuenta comercial (superávit de la cuenta financiera), a través de la posibilidad de endeudamiento de sus hogares y de “su sector financiero” (Lavoie & Stockhammer, 2012, p. 24) fomentan la demanda por consumo la cual debe cubrirse por la vía externa; mientras que, por otro lado, los países superavitarios en la cuenta comercial (deficitarios de la cuenta financiera), fomentan la demanda gracias al dinamismo de sus exportaciones.

Tomando en cuenta lo anterior, ahora se presenta un análisis del panorama del crédito al consumo en México durante los últimos años. En primera instancia se aborda la importancia que tiene el consumo dentro de la formación del ingreso agregado. Posteriormente, se vincula la distribución factorial del ingreso en la actualidad con la demanda por crédito para consumo ya que, en concordancia con la etapa de financialización, se esperaría que la pauperización de los salarios y el incremento en el endeudamiento de los hogares motivara un aumento en la demanda por crédito. Por último, se muestra la evolución del crédito dirigido al consumo en el país durante los últimos años para, posteriormente, evaluarlo desde un punto de vista más micro, a nivel de los demandantes. Finalmente se analizan los costos del mismo.

La importancia que representan los niveles de gasto en consumo, ya sea privado, público o total, en la formación del ingreso total de una economía es innegable si se considera que esta variable representa, aproximadamente, tres cuartas partes del nivel del producto total de la economía en México, de acuerdo con datos del Instituto Nacional de Geografía y Estadística (INEGI) entre 1993 y 2015.

Teóricamente, en la tradición keynesiana, la demanda privada de bienes y servicios de consumo representa siempre el componente

más grande y relativamente más estable de la demanda total. Dentro de esta teoría, si bien, el gasto en consumo puede ser función de diversas variables; el ingreso, su nivel y sus variaciones, representa la variable más significativa. Así, cualquier cambio en el monto del ingreso produce en el consumo un cambio en la misma dirección, pero de menor magnitud, es decir, el consumo es una función positiva del ingreso. Del ingreso que detenta un individuo, únicamente una proporción será utilizada para el consumo, es decir, la propensión marginal al consumo es menor que la unidad y mayor que cero (Ibarra, 2015).

48

Estudiando la evolución del consumo para el caso de México entre 1993 y 2015 se observa en la gráfica 1 que el consumo total representa entre el 70 y 80%. Estas cifras revelan importantes hechos. En primer lugar, es posible observar la importancia que el gasto en consumo tiene dentro de la conformación del producto, representa casi tres cuartas partes del mismo (Gráfica 1). En segundo lugar, se debe observar

un descenso importante que comienza en 1994 y cuya recuperación seda a partir de 1999. Si bien la variación es aproximadamente de solo 4 puntos porcentuales, representa una desviación importante de la tendencia ascendente del gasto en consumo. Las caídas en el consumo pueden asociarse a descenso directo en el nivel del ingreso, por ser el elemento del cual depende principalmente la demanda privada de bienes de consumo. (ver gráfica 1).

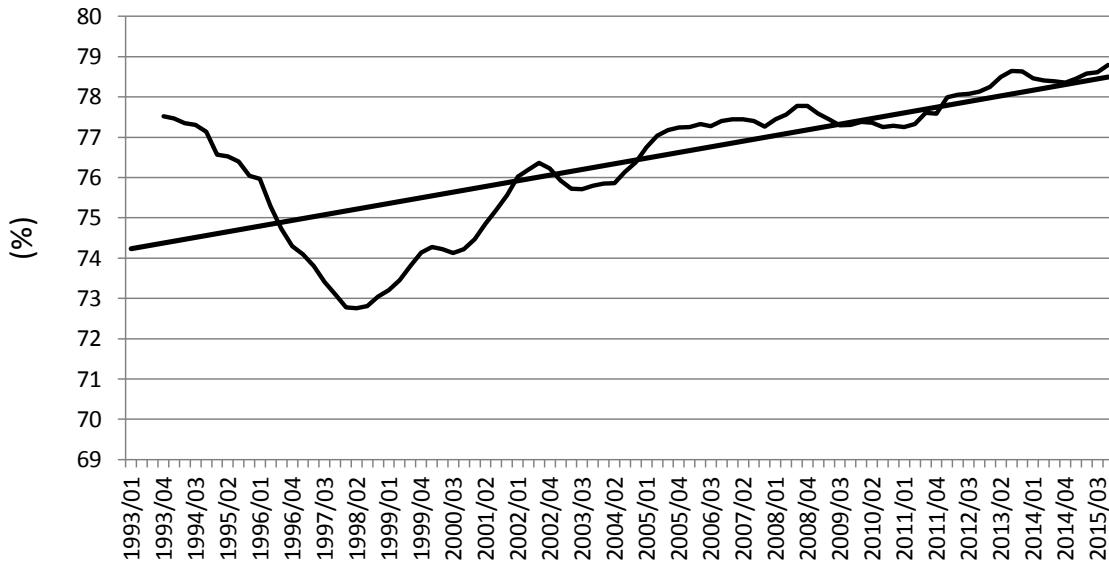
La relación entre el ingreso y el consumo refleja un movimiento procíclico del gasto privado en consumo, es decir, en la misma dirección que la economía en general representada por el nivel del PIB (Gráfica 2). Cuando la economía presenta un ciclo de crecimiento, éste es acompañado por el mismo sentido en el crecimiento del consumo y viceversa. En la gráfica señalada es posible observar las caídas registradas para los años de 1995 y 2009 que son consecuencia de las crisis económicas registradas en los años inmediatamente anteriores a dichos procesos. (ver gráfica2).





Gráfica 1

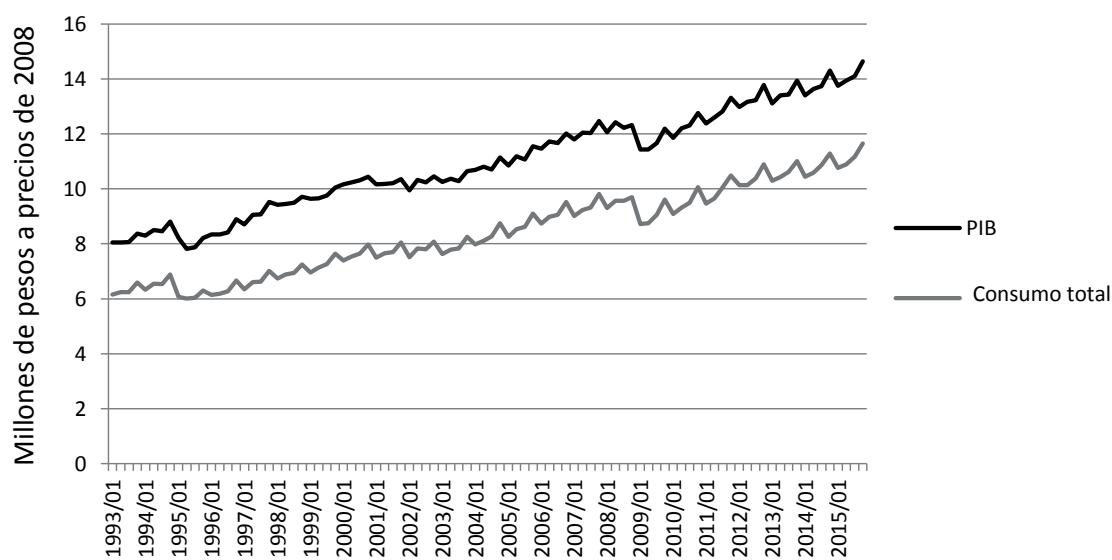
Consumo total como porcentaje del ingreso (promedio móvil)



49

Gráfica 2

El ingreso y el consumo en México



Fuente: elaboración propia con base en datos de INEGI.

Si bien es posible señalar un crecimiento en la participación del consumo en el ingreso, pues pasó de representar un 76.42% en 1993 a un 79.56% para el último periodo de 2015, las variaciones señaladas anteriormente representan elementos importantes al considerarse su valor absoluto.

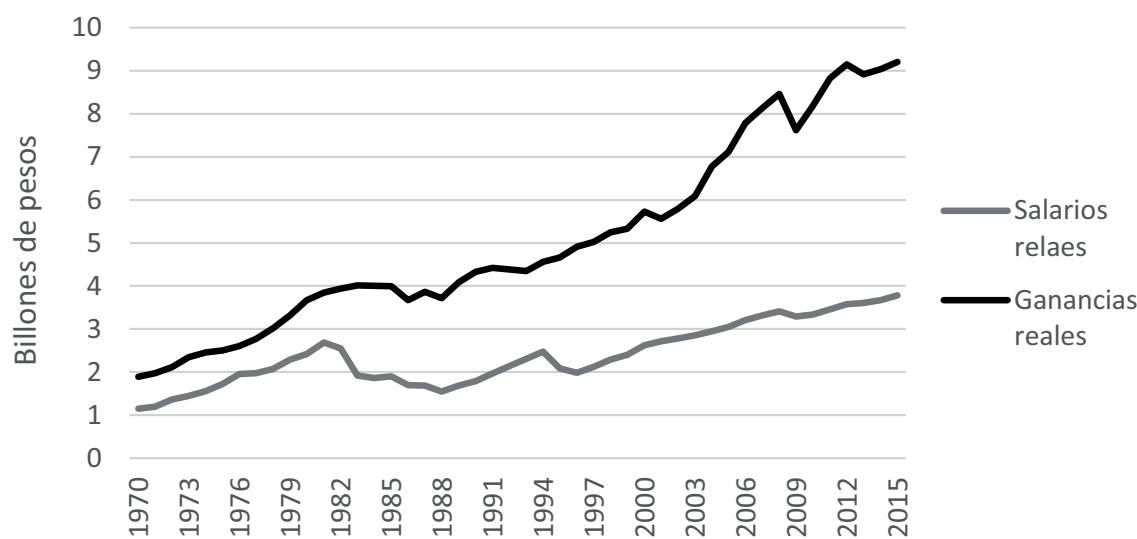
Teóricamente se puede señalar un elemento clave a partir del cual es posible analizar la evolución de la demanda por crédito al consumo: la distribución factorial del ingreso que cambia en deterioro de los ingresos laborales frente al

fortalecimiento de las ganancias y los beneficios, particularmente aquellos del sector financiero.

En este contexto, se debe considerar que empíricamente en México existe una marcada tendencia al estancamiento del nivel del salario real frente al crecimiento de la participación de los beneficios o ganancias en la formación del ingreso total, como lo muestran los datos obtenidos del Sistema de Cuentas Nacionales de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) para un período de 1970 a 2015.

50

Gráfica 3 Distribución factorial del ingreso



Fuente: elaboración propia con base en datos de OCDE.

En México la participación de los salarios respecto al producto se encuentra constantemente rezagada respecto a la participación de las ganancias, no obstante, a partir de la década de los ochenta es posible observar un atraso aún mayor pues la participación cae en aproximadamente diez puntos porcentuales, entendiéndose

dose por ello el acrecentamiento de la brecha de desigualdad.

La brecha en la distribución del ingreso que rezaga a los salarios frente a los beneficios se ve acrecentada al tomar en cuenta que los empleos que se crean actualmente son precarios. De acuerdo a la Encuesta Nacional de Ocupa-

ción y Empleo (ENOE) publicada por el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI)⁴ del total de la población ocupada entre 2005 y hasta el tercer trimestre de 2016, únicamente el 36% en promedio cuenta con acceso a instituciones de salud, públicas o privadas, otorgado por su trabajo. En este sentido, se considera que el restante 64% de trabajadores cuentan con un empleo asalariado precario (Cuadro 1).

Por su parte, el análisis del empleo en México, desde la perspectiva del ingreso, revela que los puestos creados en el mismo período son mayoritariamente de un bajo nivel salarial pues, en promedio, 58% de la población ocupada percibe solamente entre 1 y 3 salarios mínimos, mientras que únicamente el 25%, en promedio, percibe más de 5 salarios mínimos (Cuadro 2).

Cuadro 1 Población Ocupada

		Población Ocupada						
		Año	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Total			51,418,440	50,611,332	49,415,412	49,227,313	48,706,734	47,138,887
			(100%)	(100%)	(100%)	(100%)	(100%)	(100%)
Con acceso a instituciones de salud			18,982,055	18,522,935	18,208,775	17,718,171	17,221,425	16,519,085
			(37%)	(37%)	(37%)	(36%)	(35%)	(35%)
Sin acceso a instituciones de salud			32,183,586	31,840,189	30,962,021	31,246,581	31,195,726	30,335,687
			(63%)	(63%)	(63%)	(63%)	(64%)	(64%)
No especificado			252,799	248,208	244,616	262,561	289,583	284,116
			(0%)	(0%)	(0%)	(1%)	(1%)	(1%)
Año			2010	2009	2008	2007	2006	2005
Total			46,121,621	45,435,352	44,943,527	44,231,248	43,378,461	42,079,136
			(100%)	(100%)	(100%)	(100%)	(100%)	(100%)
Con acceso a instituciones de salud			16,091,397	15,964,049	16,317,990	16,063,913	15,643,395	14,906,284
			(35%)	(35%)	(36%)	(36%)	(36%)	(35%)
Sin acceso a instituciones de salud			29,768,331	29,193,848	28,334,252	27,891,250	27,467,232	26,914,198
			(65%)	(64%)	(63%)	(63%)	(63%)	(64%)
No especificado			261,893	277,455	291,286	276,086	267,835	258,654
			(1%)	(1%)	(1%)	(1%)	(1%)	(1%)

51

Fuente: INEGI. Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo.

4 Cifras con datos obtenidos de INEGI.

Cuadro 2 Nivel de ingresos. Población ocupada

Nivel de ingresos. Población ocupada.		
Año	Desde 1 hasta 3 salarios mínimos (%)	Desde 3 salarios mínimos a más de 5 (%)
2016	63	19
2015	60	21
2014	60	21
2013	58	23
2012	59	23
2011	57	25
2010	58	26
2009	56	27
2008	56	29
2007	55	30
2006	56	30
2005	56	29
Promedio	58	25

A través de ambos indicadores, el nivel salarial y el empleo que tiene acceso a servicios de salud, es posible resaltar la tendencia a la creación de empleos precarios, materializada a través del deterioro de la calidad de los empleos y la escasa remuneración que estos conllevan como resultado directo de la contratación flexible de la fuerza laboral.

El contexto descrito para el caso de México, se encuentra en concordancia con las características descritas por la financiarización del consumo: una menor participación de los salarios frente a los beneficios, particularmente los relacionados al sector financiero, coadyuvada por la precarización del mercado laboral y la paupe-

rización de los salarios que alienta la oferta de créditos dirigidos al consumo como mecanismo defensivo ante las condiciones de la población.

El crédito al consumo, representa uno de los mecanismos de endeudamiento a los que se puede tener acceso. Entre 1994 y 2016 la cartera de total de crédito al consumo en México fue, en promedio, 310 mil millones de pesos corrientes. Evolucionando de manera procíclica, es posible observar un decrecimiento en los períodos correspondientes a crisis económicas (Cuadro 3). Empezando en 1995, las tasas de crecimiento anuales de crédito al consumo acumulan decrecimientos hasta el año 2000, año a partir del cual comienza el período más dinámico con el punto máximo en 2005, en este año el crecimiento fue de 45.39% respecto al año anterior inmediato. A partir de 2007, año que representa la última crisis económica, la tasa de crecimiento de crédito al consumo comienza a disminuir hasta obtener número negativos en 2009 y 2010. Para 2011 se retoma el crecimiento con una caída significativa en 2014 y para 2015 se observa un crecimiento que decae de nuevo en 2016.

Cuadro 3 Tasas de crecimiento del crédito al consumo (precios reales 2010)

Tasas de crecimiento del crédito al consumo (precios reales 2010)

Período	%
1995-2000	-15.43
2001-2006	31.61
2007-2010	-5.74
2011-2016	-7.37

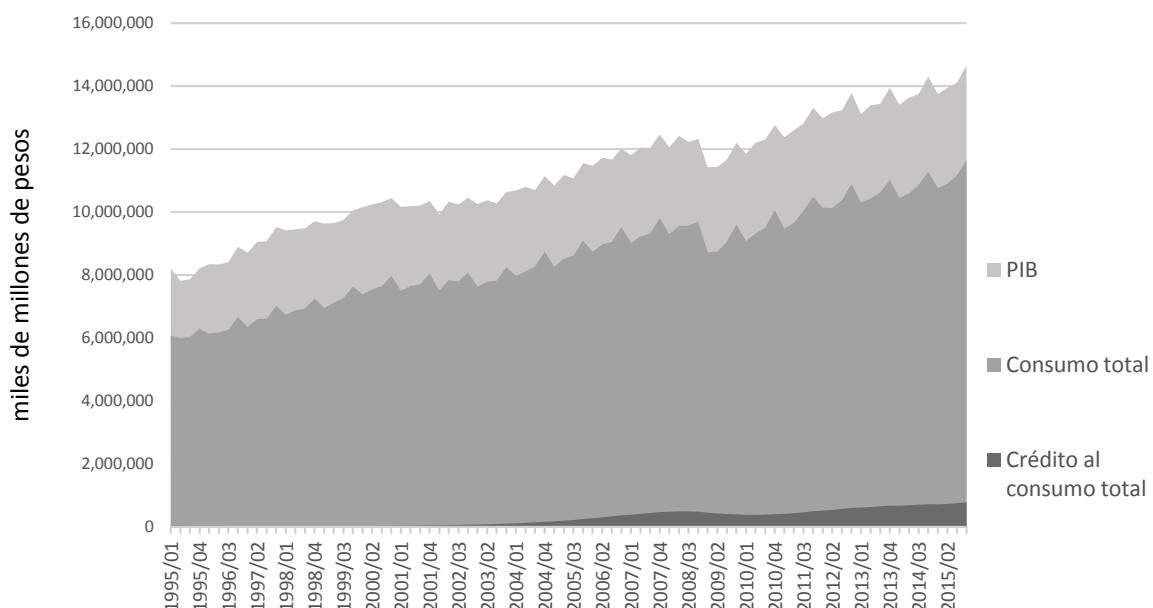
Fuente: elaboración propia con base en datos de Banxico.

El crédito al consumo ha adquirido importancia en los últimos años si se considera que existe un incremento en el porcentaje de consumo que se lleva a cabo mediante este instrumento, pasando de 0.7%, en promedio, para 1995 a 6.7%, promedio, para 2015, mientras que el promedio de las tasas de crecimiento entre 1995 y 2016 es 17.61% a precios de 2010. Sin embargo, es importante cuestionar lo adecuado del concepto de financialización del consumo y de crecimiento dirigido por deuda para el caso de México. Si bien, es innegable el crecimiento de la oferta de crédito para los hogares,

los valores siguen sin ser representativos de una economía dirigida por el endeudamiento (Grafica 4), particularmente aquel dirigido al consumo ya que este representa solo una pequeña fracción de las herramientas mediante las cuales se accede al consumo. Contrastando con lo anterior, se debe mantener presente que el aumento de la cartera crediticia no responde necesariamente a una mejora de la economía sino a las estrategias de los bancos para facilitar a sus clientes el acceso a un crédito en cuyo sentido se reafirma uno de los argumentos de la financialización del consumo.

Gráfica 4 Evolución del crédito al consumo

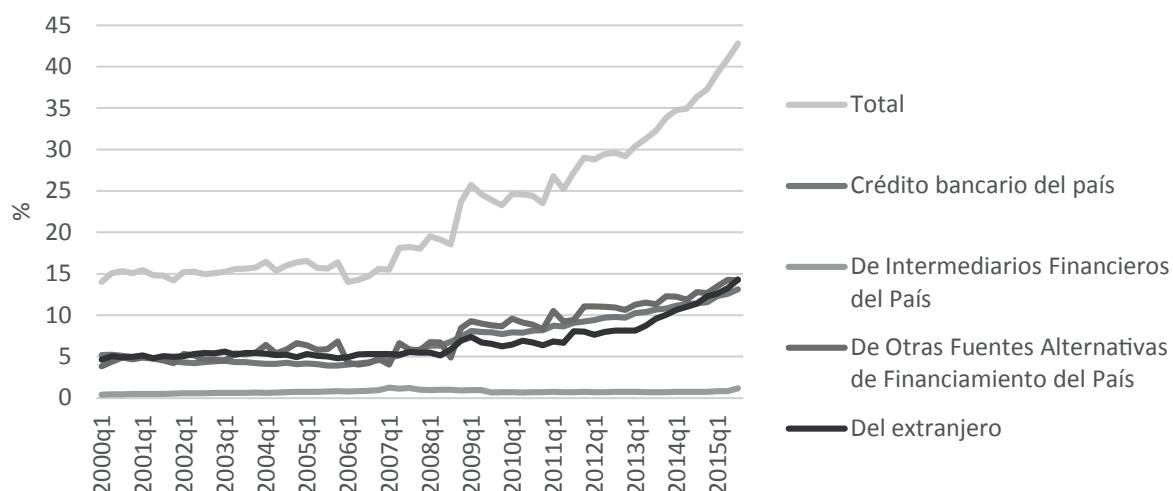
53



Fuente: elaboración propia con base en datos de Banxico.

Gráfica 5

Endeudamiento de empresas y personas físicas con actividad empresarial (% PIB)



54

Fuente: elaboración propia con base en datos de Banxico.

La gráfica 5 revela que el nivel de endeudamiento aumenta significativamente a partir de la crisis de 2007 y no ha regresado a sus niveles previos.

A pesar de que en México, la forma de crédito más utilizada es la tarjeta de crédito, es la que menos crecimiento presenta, tan solo 7.98% en promedio, aunque cabe resaltar que los tres grandes rubros de crédito entre 1995 y 2016 presentan cifras de crecimiento de poca aceleración (sus tasas de crecimiento van de entre 5 y 8% en promedio a precios de 2010) lo que indicaría que en la economía mexicana el crédito al consumo no es un elemento que presente un crecimiento avasallador en contraste con el argumento de las economías dirigidas por deuda.

Para el período de estudio más desagregado, entre 2011 y 2016, son los créditos para bienes muebles los que representan una mayor tasa promedio de crecimiento entre los diferentes tipos de financiamiento (25.79%). Esto, sin lugar a dudas, es reflejo de la crisis económica de 2007 que tuvo su expresión máxima en el ramo inmobiliario.

Cabe señalar el caso de los créditos garantizados con la nómina del trabajador y aquellos considerados personales que han crecido entre 2011 y 2016 en 14.99 y 14.10% respectivamente, ya que se puede esperar un futuro ascenso en la oferta de este tipo de créditos debido a que implican un bajo riesgo para los bancos al cobrarlos directamente del sueldo del trabajador.

En comparación, es el crédito para bienes muebles el que dispara el crecimiento del crédito para bienes duraderos, pues presenta un incremento de 17.47%, lo cual llama la atención por tratarse precisamente del período en el que se encuentra la crisis de 2007.

Para el período de estudio que va de entre 1995 a 2016 el comportamiento de las tasas de crecimiento (Cuadro 4) coloca al frente a las tarjetas de crédito, aunque no con mucha diferencia respecto al crecimiento del crédito dirigido a bienes de consumo duradero y finalmente el rubro de otros que presenta un retroceso.

Cuadro 4 Tasas de crecimiento

	Tasas de crecimiento (%) Precios reales 2010	
	1995-2016	2011-2016
Tarjetas de crédito	4.91	4.55
Nómina	NA	14.99
Personales	NA	14.10
Consumo duradero	4.23	3.57
Automotriz	NA	2.59
Bienes muebles	NA	17.47
Otros	-0.60	-5.01

Fuente: elaboración propia con base en datos de Banxico.

Si el aumento constante en el consumo privado ha estado apalancado por una creciente oferta de crédito entre los mexicanos, la evolución de los niveles de consumo puede llegar a verse comprometida, es necesario cuidar qué tan sostenible es que el consumo esté basado en el crédito.

Por el lado del Sistema de Cuentas Nacionales de México a partir de las Cuentas por Sectores Institucionales que registra las transacciones económicas que se dan entre los diferentes sectores institucionales del país y el resto del mundo se puede analizar el saldo de la cuenta financiera del sector hogares que permite reconocer a

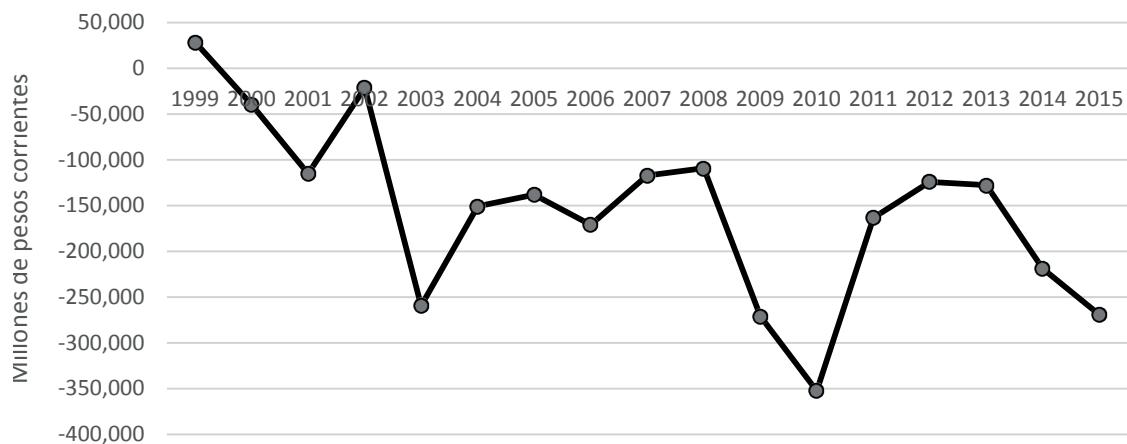
este sector como prestamista o prestatario neto, este resultado depende a su vez del balance que presente el sector entre todas sus adquisiciones de activos financieros y la emisión de pasivos.

Es preciso recordar que de acuerdo al entorno que describe la etapa de financialización de las relaciones de producción, el papel de las empresas no financieras y de los hogares ha cambiado. Las primeras pasan a desempeñar el papel de prestamistas gracias a los excedentes que generan por su participación en actividades de índole financiera, mientras que los segundos se convierten en prestatarios con un nivel de endeudamiento no reconocido en la etapa previa a la financialización.

En este sentido, las estadísticas para México entre 1999 y 2015 coinciden en la tesis de la financialización de los hogares. Este sector paulatinamente pasó de prestamista a prestatario, en adición a que su nivel de endeudamiento fue creciente (Gráfica 6). El endeudamiento de los hogares para este periodo ha crecido a un ritmo de 214%, siendo el punto más crítico 2010, cuya caída comienza a desarrollarse justo en 2008. De la misma manera, se observa un nivel importante de endeudamiento que comienza su desarrollo en 2002 y alcanza un punto de inflexión en 2003. Sin embargo, incluso en la actualidad, no se ha alcanzado los niveles que ratifiquen un lugar de prestamista para los hogares.

Gráfica 6

Préstamo neto (+)/ endeudamiento neto (-) Hogares



56

Fuente: elaboración propia con base en datos de INEGI.

Un análisis a nivel microeconómico realizado a través de los datos que aparecen en la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares (ENIGH) respecto a las erogaciones financieras que realizan los hogares (Cuadro 5) indica que por deciles de hogares, naturalmente el decil que destina una mayor parte de sus ingresos a cubrir el pago de tarjetas de crédito es el último, cuyo promedio para el periodo es de 68%; mientras que los primeros ocho deciles en promedio destinan solo el 2%. Ello, además de ser un indicador de la distribución del ingreso, revela el mayor uso de la tarjeta de crédito por distintos sectores sociales. Sin embargo, un hecho que es plenamente identificable con el entorno de financiarización del consumo es que los deciles de ingresos más bajos son los que han visto incrementado en mayor medida su uso del crédito, particularmente el primero. Ello se alinea como consecuencia de las condiciones laborales más precarias que se describieron anteriormente y la nueva distribución factorial del ingreso, elementos ambos, que se reflejan en el mayor nivel

de endeudamiento al que estos sectores deben acudir como método para la permanencia de determinados niveles de consumo.

Cuadro 5 Pago por tarjeta de crédito al banco

Pago por tarjeta de crédito al banco como porcentaje de las erogaciones

Deciles de hogares	2008	2010	2012	2014	Variación (%) 2008-2014
I	0.04	0.31	0.11	0.22	52.01
II	0.12	0.28	0.16	0.38	34.16
III	0.23	0.51	0.85	0.60	27.25
IV	0.58	1.44	1.53	1.09	16.87
V	1.08	1.26	1.53	0.89	-4.71
VI	1.85	2.29	1.95	2.98	12.60
VII	3.10	3.86	1.99	4.40	9.17
VIII	6.49	6.31	7.21	5.86	-2.52
IX	15.98	15.98	16.40	16.41	0.67
X	70.52	67.75	68.26	67.17	-1.21

Fuente: elaboración propia con base en datos de INEGI.

El porcentaje del gasto total que en México es utilizado para el pago de tarjeta de crédito es muy poco significativo pues oscila entre el 4 y el 2% del ingreso total. Aunque el decil que destina una mayor parte de su ingreso para el pago del crédito es el décimo, su aportación no es significativa. Lo anterior se corresponde al concepto de pago por tarjeta de crédito como porcentaje del ingreso. Estos datos revelan un uso limitado del crédito.

En realidad, los datos antes señalados revelan que México es un país, que a pesar de encontrarse en un contexto de financialización, no tiene los niveles de profundización respecto al mercado de crédito al consumo.

En este sentido, resultaría de mayor relevancia el estudio de economías desarrolladas con mercados financieros más profundos, pues el caso de México parece indicar que el consumo no es guiado por el crédito.

Conclusiones

El contexto teórico del presente trabajo se ha desarrollado bajo el concepto de financialización. El presente trabajo concibe a la financialización como un modelo de acumulación en el que la esfera financiera conduce las relaciones sociales de producción, hecho que ha significado un cambio en el patrón de la distribución del ingreso y que es reflejado, particularmente, en el estancamiento del nivel de los salarios. Bajo un contexto de precarización y pauperización del factor trabajo y de su ingreso; el sector hogares ha recurrido al endeudamiento para minimizar los efectos de la caída de la participación de los salarios en el ingreso. Ahora, para que las familias puedan mantener sus hábitos de consumo se les presenta la oportunidad del acceso al endeudamiento a

través del crédito. En este sentido, el creciente endeudamiento de los hogares debe ser visto como un sustituto del aumento en los salarios.

Teóricamente este argumento correspondería al de una economía guiada por deuda, en la cual el mercado interno dinamiza al conjunto de la economía basándose en el endeudamiento de los hogares.

En el caso de México se tiene que el consumo efectivamente representa un elemento de suma importancia en la formación del producto oscilando entre 70 y 80% del ingreso entre 1995 y 2015. A pesar de la pendiente positiva de este periodo, existen caídas importantes en períodos identificados con crisis económicas que se contraponen a la relativa estabilidad de esta variable.

Por su parte, el consumo es función directa del nivel de ingreso que, en el caso de nuestra economía, se presenta en favor de los beneficios y en detrimento de los salarios, con la brecha ampliándose significativamente a partir de la década de los ochenta. En adición a ello, la dinámica del mercado laboral en México revela que los puestos de trabajo creados entre 2005 y 2016 son mayoritariamente de un bajo nivel salarial pues, en promedio, 58% de la población ocupada percibe solamente entre 1 y 3 salarios mínimos, mientras que únicamente el 25%, en promedio, percibe más de 5 salarios mínimos. A esta distribución del ingreso que deja en evidente rezago la evolución de los salarios, se le añade un mercado laboral en el cual 64% de trabajadores cuentan con un empleo asalariado precario entre 2005 y 2016 debido a que no cuentan con acceso a instituciones de salud, públicas o privadas. Estas condiciones, además de confirmar características señaladas por la etapa de financialización, inducen el crecimiento en el nivel de endeudamiento de los hogares.

Cuantitativamente, lo anterior se confirma al evaluar la posición financiera del sector de los hogares, que a partir del año 2000 presenta una posición de endeudamiento neto en el total de la economía, acentuándose en el período de la crisis de 2007 sin, hasta la fecha, poder regresar a su nivel previo.

Los datos revelan que en la economía mexicana el crédito al consumo no es un elemento que presente un crecimiento avasallador en contraste con el argumento de las economías dirigidas por deuda. Si bien, es innegable el crecimiento en la utilización de crédito al consumo, los valores representan solo una pequeña fracción de las herramientas mediante las cuales se accede al consumo.

Lo anterior es confirmado si se considera que el monto que destinan los hogares para el pago de tarjetas de crédito es relativamente bajo (menor a 5%). Sin embargo, es necesario rescatar el hecho de que, aunque bajo, el monto de erogaciones que destinan a este rubro los deciles de menores ingresos ha ido elevándose.

En este análisis del crédito al consumo no se debe perder de vista que cualquier incremento en esta variable debe ser respaldado necesariamente por elementos que aseguren su

evolución; de lo contrario, es posible identificar una posible alerta sobre el estado económico del sistema. Es decir, el crecimiento en la oferta del crédito al sector privado, sin la adecuada supervisión o regulación, puede ser motivo de un nivel importante de vulnerabilidad.

Asimismo, con estos datos se puede concluir que la economía mexicana no presenta las características de las economías del modelo anglosajón cuyo crecimiento es guiado por el endeudamiento de los hogares. Si bien existe un problema distributivo latente, acentuado en la etapa actual, éste no se ha traducido en un modelo de endeudamiento del mercado interno. Prueba de ello son los datos de lento crecimiento del uso del crédito dirigido al consumo.

No obstante resulta primordial resolver el problema distributivo y buscar la mayor equidad entre salarios y ganancias, de modo tal que la continuidad del sistema no tenga que depender de elementos como el crédito y el endeudamiento que, finalmente, terminan por ser elementos contradictorios, pues en su funcionamiento como paliativo terminan por gestar los elementos necesarios para el surgimiento y el desenvolvimiento de las crisis. 

Bibliografía

- Barba, A. & Pivetti, M., (2009). Rising household debt: its causes and macroeconomic implications—a long-period analysis. *Cambridge Journal of Economics*, 33(1), pp. 113-137.
- Bonizzi, B., (2013). Financialization in Developing and Emerging Countries. *International Journal of Political Economy*, 42(4), pp. 83-107.
- Epstein, G. (., 2005. Financialization and the world economy. s.l.:Edward Elgar.
- Ibarra, J., (2015). *Modelos Macroeconómicos Alternativos*. Borrador.. s.l.:Facultad de Economía, UNAM.
- Lavoie, M. & Stockhammer, E., (2012). *Wage-led growth: Concept, theories and policies*, s.l.: s.n.
- Levy, N., 2013. Financialization and Economic Growth in Developing Countries. *International Journal of Political Economy*, 42(4), pp. 108-.
- Levy, N. & López, T., (2013). Financiarización y Modelo de Acumulación: Aportes desde los países en Desarrollo. México, D.F: UNAM-Facultad de Economía.
- Lysandrou, P., (2014). The Colonisation of the Future: An Alternative View of the Content and Cause of Financialisation. [Online] Available at: http://www.boeckler.de/pdf/v_2014_10_30_lysandrou.pdf
- Palma, J., (2009). The revenge of the market on the rentiers. Why neo-liberal reports of the end of history turned out to be premature. *Cambridge Journal of Economics*, Issue 33, pp. 829-869.
- Sawyer, M., (2014). What is financialization?. *International Journal of Political Economy*, 42(4), pp. 5-18.
- Seccareccia, M., (2012). Financialization and the transformation of commercial banking: understanding the recent canadian experience before and during the international financial crisis. *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(2), pp. 277-300.
- Stockhammer, E., (2004). Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, 28(5), pp. 719-741.
- Stockhammer, E., (2008). Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime. Competition and Change, 12(2), pp. 189-207.
- Stockhammer, E., (2012). Financialization, income distribution and the crisis. *Investigación Económica*, LXXI(279), pp. 39-70.
- Stockhammer, E. & Onaran, O., (2011). Rethinking Wage Policy in the Face of the Euro Crisis. Implications of the Wage-Led Demand Regime, London: s.n.
- van Treeck, T., (2012). *Did inequality cause the U.S. financial crisis?*. Macroeconomic Policy Institute (IMK). Working Paper, Issue Working Paper, 91. , pp. 1-42.
- van Treeck, T. y. S. S., (2012). Income inequality as a cause of the great recession? A survey of current debates. Conditions of work and employment series no. 39 International Labour Office, Issue 39, pp. 1-102.



Reseña al libro: *Alternativas de Política Monetaria en la Poscrisis* de Ignacio Perrotini Hernández y Juan Alberto Vázquez Muñoz

(Facultad de Economía-UNAM, 2019, 285 pp.)

Ismael Valverde-Ambriz¹

Todo parece indicar que la teoría y la práctica de la política monetaria vinculada al modelo de Blancos de Inflación (*Inflation Targeting*) se ha visto rebasado por las circunstancias presentes en la economía global y se encuentra en crisis. Vale decir que este modelo, que ahora es la estrategia dominante en los bancos centrales en diversas partes de mundo, implica el compromiso de alcanzar una meta de inflación en donde el ancla nominal de la política monetaria es la tasa de inflación, utilizando a la tasa de interés como el instrumento fundamental. Este marco se complementa con la búsqueda de la estabilidad macroeconómica (Véase, Perrotini, 2007, 2013).

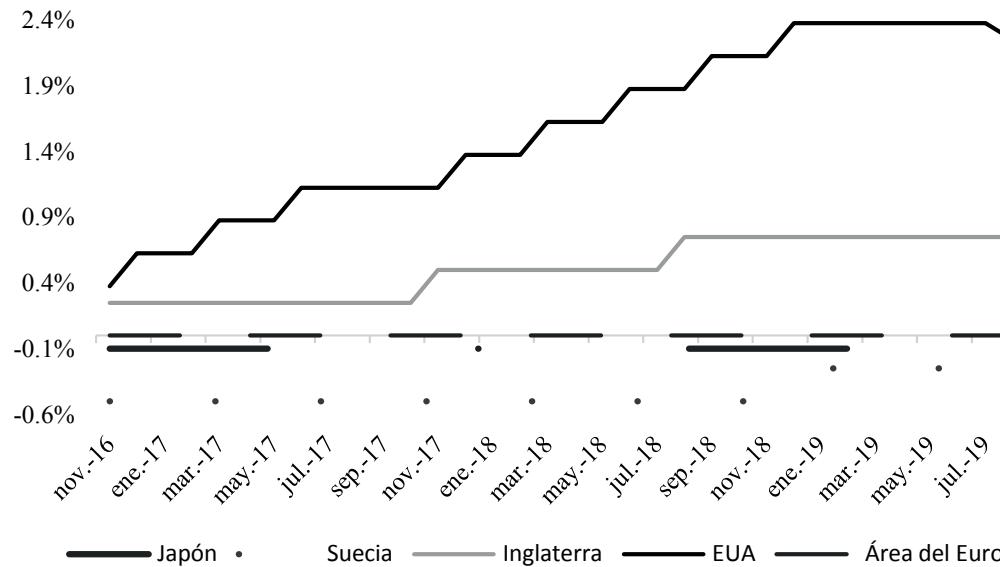
60

Es cierto que este tipo de política ofreció buenos resultados en algunos países que la han implementado, logrando la reducción y la estabilización de la tasa de inflación (BIS, 2019), además de la disminución de la incertidumbre y de haber resuelto el problema de la inconsistencia dinámica de la política monetaria (Baxa *et al.*, 2012; Tecroci y Vassalli, 2010). Así, hasta ahora, la política monetaria había funcionado esencialmente mediante la flexibilización cuantitativa y reduciendo las tasas de interés para estimular la demanda y el apetito por el riesgo, colocándolas en algunos casos en tasas nominales negativas (véase Gráfica 1).

Sin embargo, si se da un vistazo al comportamiento de los mercados de capitales es claro que esta política ya no puede ser una opción. Y es que un tercio de todos los bonos gubernamentales en el mundo se encuentran ahora en rendimientos negativos. Para el segundo trimestre del 2019 el valor global de los bonos con rendimiento a nivel global ascendía a 15.3 trillones de dólares y para septiembre de este año ya se encuentra en 17 trillones de dólares, incluyendo a los Estados Unidos (véase Gráfica 2). Además, es de esperar que, cuando las tasas de interés a corto y largo plazo ya son muy bajas, los recortes adicionales hacen poca diferencia en la actividad económica real, lo cual se puede corroborar con la pérdida de dinamismo de la economía que, a pesar de la implementación de estas tasas nominales negativas, no sólo no ha expandido su crecimiento, sino que se prevé que caiga aún más. La Gráfica 3 ejemplifica este fenómeno con una muestra de países desarrollados. Sin embargo, esta idea se sostiene aún en países en desarrollo, con alta volatilidad nominal y con regímenes fiscales débiles (Brito, 2010; Calvo y Mishkin, 2003; Fraga *et al.*, 2003; Ros, 2015 para el caso de México). Adicionalmente, vale decir que empujar las tasas de política demasiado lejos hacia territorio negativo podría reducir el crecimiento al limitar la rentabilidad y los préstamos bancarios.

1 Estudiante del programa de Doctorado en Economía de la Facultad de Economía-UNAM.

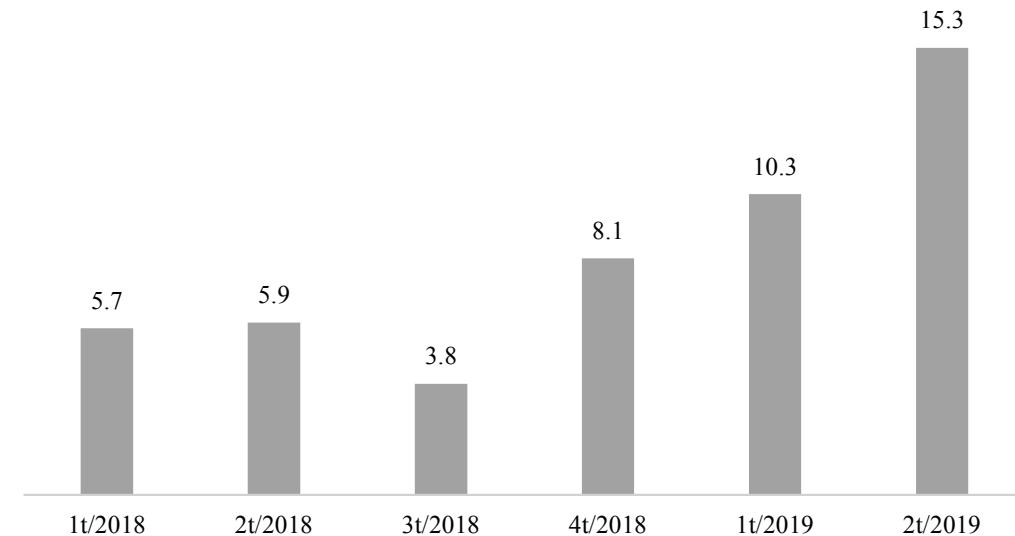
Gráfica 1 Tasas de política monetaria para muestra de países



61

Fuente: elaboración propia con información del Central Bank Policy Rates-BIS, 2019.

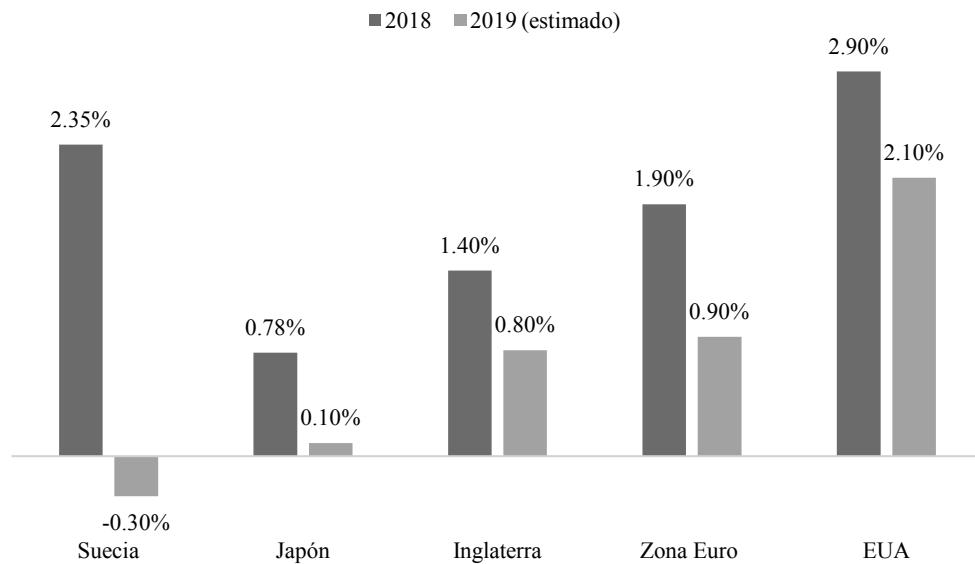
Gráfica 2 Valor global de los bonos con rendimiento negativo (en trillones de dólares)



Fuente: elaboración propia con datos de Bloomberg, 2019.

Gráfica 3

Tasa de crecimiento anual del PIB



Fuente: elaboración propia con datos del Banco Mundial y *The Economist*, 2019.

Además de las claras limitaciones al campo de acción que ahora presenta la política monetaria, es posible sumar también los efectos secundarios que ha traído. Entre ellos se encuentra el aumento de la desigualdad (Gornemann *et al.*, 2016; Dolado *et al.*, 2018), la tendencia a la apreciación así-métrica de los tipos de cambio (Ros, 2015; Libman, 2018), la contracción del producto y la normalización de las tasas negativas de interés (Barnebeck *et al.*, 2015). Esto ha traído consecuencias adversas a todos los agentes económicos, no sólo a los ahorradores y a la rentabilidad de los bancos.

En estas circunstancias, la política fiscal desempeñará un papel importante en cualquier recepción futura, pero también es claro que ésta no podrá lograr avances sustantivos por sí sola. Si bien hay fuerzas poderosas en juego que contribuirán a mantener bajas las tasas de interés, esto podría cambiar con un gran estímulo fiscal cuando la deuda está en niveles récord y en aumento. Además, existe alguna literatura que aborda cómo, hasta cierto punto, la política fiscal no ha sido lo suficientemente flexible como para desplegarse rápidamente cuando ha sido necesario (Allsopp y Vines, 2005; DeLong *et al.*, 2012).

Por las razones ya señaladas es claro que se necesita desarrollar un marco de política monetaria diametralmente diferente, que le quite peso al control de la inflación, del déficit público y de la balanza de pagos, para dar mayor ponderación a otros elementos que ya comienzan a ser más que evidentes, como la modificación del ingreso y de la tasa de crecimiento del producto. Es esta tarea donde podemos enmarcar el nuevo libro coordinado por Ignacio Perrotini y Juan Alberto Vázquez, *Alternativas de Política Monetaria en la Poscrisis*, editado por la Facultad de Economía de la UNAM.

En primera instancia se debe reconocer que se trata de un ejercicio de reflexión que tiene una estupenda relación orgánica entre los textos que lo componen, lo que hace evidente el esfuerzo de edición y de composición del libro. Los trabajos son claros y bien estructurados. Si bien todos los textos abren vetas de investigación mucho más amplias, abordan el objetivo en cuestión y no divagan ni aturden al lector con un abundante mar de citas sobre temas alternos. Otro elemento que abona a la edición fue la sencillez y la homogeneidad narrativa y terminológica. Esto hace que no sólo aquellos que estén bien adentrados en el tema puedan encontrar en este texto un material que ofrezca nuevas perspectivas, sino que también aquellos estudiantes que aun comienzan a introducirse en el tema sacarán mucho provecho de su lectura y, mejor aún, con un poco de esfuerzo también podrás beneficiarte ampliamente de las cuestiones más avanzadas.

El libro representa una aportación sustancial pues, en un marco general, plantea al menos tres interrogantes al actual marco de teoría y política económica dominante. El primero propone un cuestionamiento a los resultados y al supuesto éxito del modelo actual, remarcando la importancia que tiene en el pobre desempeño del crecimiento del producto y como uno de los promotores de la desigualdad a través de los diversos canales por los que actúa la tasa de interés. El segundo va de la mano con la importancia que tiene para el modelo de metas de inflación considerar la endogeneidad la tasa de crecimiento de la economía de largo plazo. Este aspecto es particularmente importante porque, dentro de la misma “lógica” del modelo, permite establecer consideraciones de política monetaria muy diferentes y que den como resultado políticas contracíclicas. El tercero apunta al papel fundamental que tiene el tipo de cambio en la práctica de la política monetaria, particularmente en las economías en desarrollo. Lo valioso de libro es que aborda estos tres elementos mediante una reflexión crítica a través del análisis de modelos tanto ortodoxos como heterodoxos.

El libro está dividido en nueve capítulos. El primero de ellos, “Análisis comparativo de la política monetaria de inflación objetivo”, a cargo de André Gerald y Julia Hernández, da evidencia estadística para señalar que si bien dentro de una muestra de países que han implementado el modelo de inflación hay evidencia estadística para suponer que siguen algún tipo de regla tipo Taylor, también hay presencia de cierto margen de discrecionalidad en la implementación de la política monetaria.

En el segundo capítulo, “Evolución del Banco de México vista desde sus leyes”, Carlos Alberto Carrasco y Jesús Ferreiro dan muestra de que en la evolución institucional y normativa del Banco de México es posible encontrar dos grandes tendencias. La primera tiene que ver con el papel cada más importante que se la da a la política cambiaria. La segunda implica el desbaratamiento de los mecanismos de coordinación entre la política fiscal y monetaria, sobre todo en la promoción del crecimiento económico, en donde el papel que ha jugado la llamada “autonomía política” ha sido sustancial.

El reto en términos de organicidad con el resto de libro que supone el texto de Christopher Cernichiaro, Abigail Rodriguez y Francisco Venegas, “Tipo de cambio, política monetaria y sus efectos en la actividad económica”, no es menor. El mensaje general es que bajo los supuestos de que el tipo de cambio real se determina en el mercado de bienes y el nivel de producción en el mercado de dinero, es más conveniente que no se incorpore a la regla monetaria un coeficiente

relacionado a las variaciones del tipo de cambio real, ya que éste se encuentra implícito, y hacerlo llevaría consigo una sobrereacción del banco central. Se podría pensar que esto contraviene la postura “crítica” del libro al negar darle un lugar al tipo de cambio en la regla de política monetaria, como sí hacen otros textos del mismo libro; sin embargo, los autores fundamentan su análisis con un riguroso campo conceptual keynesiano, juegan en la misma “cancha” que el Nuevo Consenso Macroeconómico y, aun así, logran plantear una forma alternativa de abordar el mismo tema.

El artículo anterior es un reto, sí, pero bastante complaciente, porque entra en un diálogo directo con el capítulo 4, “Política monetaria con tipo de cambio administrado”, en donde Josefina León y Luis Alberto se valen de un modelo que considera metas de inflación con flotación administrada del tipo de cambio y presentan además un Índice de Condiciones Monetarias (ICM) para dar muestra de que el Banco de México sí reacciona ante las variaciones porcentuales del tipo de cambio real. Las implicaciones en términos de política que esto tiene son sustanciales, pues argumentan que la necesidad que tiene un banco central de reaccionar al tipo de cambio afecta la independencia del mismo.

Louis-Philippe Rochon, en “La política monetaria después de la crisis”, aborda varios aspectos nodales de crítica al marco de metas de inflación y a sus supuestos fundamentales. Sin embargo, nos gustaría resaltar que da pauta para introducir otro tema que también resulta de vital importancia, dados los grandes pendientes del actual sistema económico y que se refiere al impacto que tienen las variaciones de la tasa de interés nominal en la distribución del ingreso. Para ello, presenta tres reglas que han sido propuestas desde uno de los frentes de los postkeynesianos: la regla de Smithin, la regla de Passinetti y la regla de Kansas City. Lo valioso del texto de Rochon es que, si la política monetaria se instrumenta de tal forma que tome un objetivo de distribución del ingreso, será posible estructurar una coordinación tal que la política fiscal se centre en hacer avances en términos de niveles de producción, tasas de crecimiento de la economía y en tasas de desempleo.

El trabajo de Emilio Libman, “Sobredeterminación y Neutralidad Monetaria. Crítica al Nuevo Consenso Macroeconómico” es muy sustancial y presenta una estructura narrativa muy clara. Debemos decir que nos recuerda mucho el trabajo de Colander (1995) en el sentido de que hace evidente el problema de sobredeterminación que existe en los modelos vinculados al del Nuevo Consenso, exponiendo así una de las contradicciones inherentes. Logra este propósito tomando en consideración que la demanda agregada también tiene un peso sustancial en largo plazo y no sólo en el corto. Además, negar este fenómeno implicaría ignorar el hecho de que la política monetaria puede tener efectos permanentes tanto en el nivel de empleo como en la distribución del ingreso. De la misma manera, supondría que existe un sólo nivel de empleo consistente con el equilibrio macroeconómico.

Ignacio Perrotini, Juan Alberto Vázquez y Josué Zavaleta también traen a colación un tema fundamental y de una actualidad indiscutible: la endogeneidad de la tasa natural de crecimiento. En este riguroso trabajo presentan estimaciones que dan prueba estadística de este fenómeno para la economía mexicana, así como las implicaciones de política monetaria. Para ellos, la endogeneidad de la tasa de crecimiento natural de la economía cambia radicalmente las cosas. La existencia de este fenómeno y la no consideración del mismo por parte del Banco de México se

ha traducido en la instrumentación de una política monetaria procíclica que ha afectado a la tasa de crecimiento de la economía y que hace sumamente frágil y volátil el potencial de crecimiento, pues hay una restricción estructural a deprimir la economía.

El libro presenta dos experiencias que toman como referencias economías asiáticas. Takeshi Nakatani y Taro Abe, en “Una evaluación de la Abenomía desde una perspectiva histórica”, se valen de la historia economía reciente de Japón para hacer visible los límites que tiene la política monetaria cuando no se toman en consideración las condiciones estructurales de la economía, particularmente aquellas vinculadas con el mercado laboral y los marcos normativos del sector financiero. Y es que, a pesar de que el grupo de políticas implementadas por el presidente Shinzo Abe tenía una lógica causal apegada a lo que dicta la teoría económica moderna convencional, falló en un aspecto sustancial (que además consideramos es uno de los mensajes más valiosos del capítulo, sobre todo dadas las condiciones mundiales de flexibilización cuantitativa): no importe cuánto amplíe el banco central la base monetaria, lo importante es que las instituciones bancarias están dispuestas a aumentar el crédito, de no hacerlo es muy difícil que esto se traduzca en mayor económico y en promoción del empleo.

Finalmente, el libro cierra con un texto de Juan González y Xuedong Liu, “Retos socioeconómicos del sueño chino en el primer cuarto del siglo xxi”. Los autores abordan el análisis de la construcción cultural e institucional del llamado “sueño chino”, una cuestión que, hasta cierto punto, podría considerarse alterna al objetivo central del libro. Sin embargo, el texto trata de forma muy clara una cuestión toral de la política pública en China, pero que puede servir de lección: aun cuando se toman estrategias de desarrollo distintas al paradigma económico dominante, también pueden existir consecuencias negativas. En el caso de la experiencia china se trata de la desigualdad creciente y la poca capacidad que ha tenido el sistema para poder beneficiar a toda la sociedad en la misma medida.

En lo relativo a los campos de oportunidad que los autores pueden explotar para ampliar una segunda edición encontramos los siguientes aspectos. Una parte sustancial del contenido del libro estaba centrado en el papel del tipo de cambio, por esta razón, nos extrañó no encontrar alguna referencia o algún trabajo que también tomara en consideración las aportaciones de Gali y Monacelli (2005) y De Paoli y Sondergaard (2009). Estos autores presentan una regla monetaria que utiliza como principal instrumento de política monetaria, no la tasa de interés, sino el tipo de cambio, como actualmente ya lo hace la Autoridad Monetaria de Singapur (MAS, por sus siglas en inglés) (véase Chong Te, 2013). Otra posibilidad para explorar y que también se centra en la importancia del tipo de cambio en las economías emergentes, es la combinación de un régimen de metas de inflación que se combina con un objetivo de tipo de cambio real, posibilidad que ya había sido puesta en la mesa por Galindo y Ros (2006).

Solo falta decir que el libro que ahora reseñamos, si bien se centra en el aspecto de la política y la teoría monetaria, resulta una avivadora invitación a considerar al crecimiento económico y a la desigualdad como dos elementos sustanciales para transformar la manera de hacer política y, sólo por este hecho, estamos seguros de que se convertirá en un clásico.

Bibliografía

- Allsopp, C., y Vines, D. (2005), "The Macroeconomic Role of fiscal policy", *Oxford Review of Economic Policy*, 21(4), pp. 485-508.
- Barnebeck Andersen, Thomas, Malchow-Møller, Nikolaj y Nordvig, Jens, (2015), "Inflation targeting and macroeconomic performance since the Great Recession", *Oxford Economic Papers*, 67(3), July, pp. 598–613
- Baxa, Jaromir, Plasil, Miroslav y Vasicek, Borek, (2012), "Changes in Inflation Dynamics under Inflation Targeting? Evidence from Central European Countries," Working Papers 2012/04, Czech National Bank
- BIS (2019), Annual Economic Report, Bank for International Settlements, pp. 31-53.
- Brito, R. (2010), "Inflation Targeting in Emerging Economies: Panel Evidence", *Journal of Development Economics*, 91(2), pp. 198-210.
- Calvo, G. A., y F.S. Mishkin (2003), "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries", NBER Working Papers 9808, National Bureau of Economic Research.
- Chong Tee, O. (2013), "An exchange-rate-centred monetary policy system: Singapore's experience", en Bank for International Settlements, Market volatility and foreign exchange intervention in EMEs: what has changed?, 2013, vol. 73, pp 307-315.
- Colander, D. (1995), "The stories we tell: A reconsideration of AS/AD analysis", *Journal of Economic Perspectives*, 9(3), pp. 169-188.
- Delong, J., Summers, L., Feldstein, M., & Ramey, V. (2012), "Fiscal Policy in a Depressed Economy", Brookings Papers on Economic Activity, pp. 233-297.
- De Paoli, B., y Sondergaard, J. (2009), "Foreign Exchange Rate Risk in a Small Open Economy", Bank of England Working Paper No. 365
- Dolado J., G., Motyovszki y E., Pappa (2018), "Monetary policy and inequality under labor market frictions and capital-skill complementarity", CEPR Discussion Paper 12734.
- Galindo L. M. y Ros, J. (2006), "Banco de México: política monetaria de metas de inflación", *EconomíaUNAM*, 3(9), pp. 82-88.
- Fraga, Arminio, Ilan Goldfajn y André Minella (2003), "Inflation Targeting in Emerging Market Economies", NBER Macroeconomics Annual, vol. 18, Chicago: University of Chicago Press.
- Gali, J., y Monacelli, T. (2005), "Monetary policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy", *Review of Economic Studies*, 72, pp. 707-734.
- Gornemann, N., K., Kuester y M., Nakajima (2016), "Doves for the rich, hawks for the poor? Distributional consequences of monetary policy", Board of Governors of the Federal Reserve, System International Finance Discussion Papers, 1167.
- Libman, E., (2018), "Asymmetric monetary and exchange-rate policies in Latin American countries that use inflation targeting", *Revista de la CEPAL*, 125, Agosto, pp. 29-46.
- Perrotini, I. (2007), "El nuevo paradigma monetario", *EconomíaUNAM*, 4(11), pp. 64-82.
- Perrotini, I. (2013), El nuevo consenso en teoría económica y política monetaria [mímeo], México: Facultad de Economía-UNAM. Disponible en línea.
- Ros, J., (2015), "Central Bank Policies in Mexico: Targets, Instrument, and Performance", *Comparative Economic Studies*, 2015, pp. 1-28.
- Trecroci, Carmine y Vassalli, Matilde (2010), "Monetary policy regime shifts: New evidence from time-varying interest rate rules", *Economic Inquiry*, 48(4), pp. 933-950.