

REPORTE DE INVESTIGACIÓN

1. Nombre del profesor: Josefina León León*

2. Número de proyecto registrado ante el Consejo Divisional:

Este estudio es un resultado del proyecto: *“Teoría y Política Monetaria: evaluación y perspectivas”* (registro No.932).

3. Línea de Generación y/o Aplicación del Conocimiento: Política monetaria y política cambiaria. Sector Externo.

4. Área, Grupo de investigación: Grupo de Macroeconomía Financiera.

A. Título: Deuda pública y el papel de la política monetaria en México.

B. Resumen

El objetivo del reporte es mostrar cómo el régimen de metas de inflación, que se implementa en México desde 2001, ha incidido en el ascenso de la deuda pública, sobre todo a partir de la crisis financiera mundial y durante el período de poscrisis. Veremos que en el sexenio de Enrique Peña Nieto (2012-2018) aumenta el desequilibrio fiscal asociado al mayor endeudamiento público, situación que se trata de corregir en los dos últimos años de su gobierno. El trabajo está integrado por tres apartados, en el primero se plantean algunos antecedentes teóricos, la acumulación de la deuda era una de las preocupaciones centrales de Irving Fisher en el contexto de la Gran Depresión de 1929-1933, problema asociado a la deflación y el desempleo, lo que en la perspectiva de John M. Keynes se traducía en un bajo nivel de demanda efectiva. Asimismo, en la hipótesis de inestabilidad financiera planteada por Hyman Minsky en la década de los setenta, la deuda juega un papel central en el desencadenamiento de las crisis financieras. En relación al papel de la política fiscal los autores neoclásicos defienden la equivalencia Ricardiana en el marco de la filosofía del neoliberalismo económico,

* Profesora-investigadora del Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana, Azcapotzalco, e-mail: leon2josefita@hotmail.com; lmj@correo.azc.uam.mx. Agradezco el apoyo brindado por Julio César Ramírez García, Ayudante de investigación del Departamento de Economía de la UAM Azcapotzalco, en la elaboración de cuadros y gráficas.

mientras que los herederos de Keynes abogan por la intervención del Estado en la economía. En el siglo XXI hemos visto que de la crisis financiera mundial se pasa a una crisis de deuda, problema que no es exclusivo de las economías desarrolladas. En la segunda parte se plantea el caso de la deuda pública en México utilizando diferentes datos estadísticos. Finalmente, en el tercer apartado se presentan las conclusiones del estudio.

C. Introducción

“A través de una red de telarañas financieras anónimas, sólo un puñado de reyes banqueros mundiales lo posee y controla todo (...) Todo el mundo, personas, empresas, Estado y países extranjeros, todos se han convertido en esclavos atados a las cuerdas del crédito de los Banqueros.”.

Hans Schicht (2005)¹

La crisis financiera mundial de 2008-2009, que tuvo su epicentro en el mercado de hipotecas *subprime* de Estados Unidos (EUA), se extiende tanto en economías desarrolladas como en países en vías de desarrollo, y a pesar de que ya han pasado diez años desde que comenzó, problemas como el estancamiento o el bajo nivel de crecimiento económico, el desempleo, el riesgo de deflación y los elevados montos de endeudamiento externo, sobre todo en las economías industrializadas, continúan vigentes. A estas dificultades se suman los flujos migratorios de personas que enfrentan diversos problemas en sus países de origen, ya sean crisis económicas, políticas o sociales como las guerras internas. La dirección de los movimientos migratorios en los últimos años, se observa sobre todo del norte de África y de algunas naciones asiáticas al continente europeo y de los países de América Latina hacia EUA; un país que padece una grave crisis migratoria es Venezuela, miles de migrantes cruzan la frontera hacia otros países.²

¹ Cita tomada de Hodgson (2015: 25).

² ¿Cuántos venezolanos se han marchado de su país? Pese a la disparidad de las cifras, las más recientes y de mayor rigurosidad dan cuenta de que la emigración de ciudadanos de este país en los últimos años, equivale aproximadamente a una cuarta parte de los habitantes de Caracas. Según el Informe de Tendencias Migratorias Nacionales en América del Sur, de la Organización de Naciones Unidas, publicado el 27 de febrero de 2018, entre 2015 y 2017 la migración de venezolanos a todas partes del mundo se incrementó 132 por ciento. En el caso de los que se dirigen a los países de Suramérica el ascenso fue de 895%. En cifras netas, en este par de años salieron de Venezuela aproximadamente 925 mil personas, que suman globalmente, en los últimos trece años, 1 millón 622 mil. De esta cifra un millón 522 mil 407 se distribuye en 15 países;

Un alto nivel de endeudamiento en relación al producto interno bruto (PIB) constituye un indicador de vulnerabilidad económica y puede traducirse en una crisis económicas, como la crisis de deuda externa de la década de los ochenta en la que se vieron involucrados una gran cantidad de naciones en desarrollo y donde México jugó un papel central, ya que en 1982 Jesús Silva-Herzog Flores, entonces Secretario de Hacienda y Crédito Público, declaró ante la comunidad financiera internacional, que México era incapaz de hacer frente al pago de la deuda externa.³ Esta situación fue seguida por muchos otros países que enfrentaban la misma situación de insolvencia, con lo que estalla la crisis de la deuda externa que generó una década pérdida en materia de crecimiento económico.

La crisis económica de 2008-2009 vulneró la solidez que la economía europea había presentado a lo largo de esa década. Como señalan autores como Reyes y Moslares (2010), el desequilibrio económico de los países denominados PIIGS (Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España) provocó que las agencias calificadoras incrementaran el riesgo en sus deudas soberanas, lo que a su vez repercutió en un debilitamiento del euro. El inicio de la debacle fiscal griega en 2010 constituye una de las secuelas más serias de la crisis, con lo que la Gran Recesión entra en una segunda etapa caracterizada por el ascenso de la deuda, problema que no es exclusivo de las economías europeas. En los últimos años la deuda pública se ha incrementado en un gran número de países, lo que se puede convertir en un factor que frena el crecimiento económico. Naciones industrializadas como Estados Unidos, Japón, Reino Unido, Francia y Alemania, enfrentan altos niveles de endeudamiento y en economías emergentes como México el problema de la deuda comienza a ser fuente de preocupación, ya que con posterioridad a la crisis económica mundial la deuda pública se ha incrementado, en 2007 tenía un nivel de 37 por ciento en relación al PIB y aumenta a más de 56 por ciento en 2016.⁴

885 mil 891 venezolanos en naciones suramericanas y el resto en tres países europeos. <http://www.eltiempo.com/datos/cuantos-venezolanos-estan-saliendo-de-su-pais-y-a-donde-se-dirigen-189354> [página consultada el 16/08/2018].

³ La deuda externa total de México (pública y privada) en 1982 era de 86,274.7 millones de dólares, representando el 134.19 por ciento del PIB. Datos de México Mágico, elaborados con base en Banxico, SHCP y Banco Mundial.

⁴ De acuerdo con datosmacro.com, que hacen referencia a la deuda pública bruta, que es el monto total de deuda que tiene un gobierno. La deuda neta resta los activos financieros que un gobierno tiene del monto total de deuda bruta. Por lo tanto, usualmente es menor que la deuda

La deuda es la cantidad de dinero o bienes que una persona, empresa o país debe a otra y que constituyen obligaciones que se deben pagar en un plazo determinado. Por su origen la deuda puede clasificarse en interna y externa; en tanto que por su destino puede ser pública o privada,⁵ a la deuda pública también se le llama deuda soberana. En este artículo analizamos el comportamiento de la deuda pública en México en los últimos años, el requisito de endeudamiento del sector público es el monto por el cual el gasto público excede sus ingresos. En el contexto de la globalización económica en el que se encuentra inserto nuestro país, la política macroeconómica tiene como objetivo central la estabilidad de precios, de ahí que las decisiones del Banco de México (Banxico) a través de la política monetaria juegan un papel fundamental.

El régimen de metas de inflación, desarrollado en el marco del Nuevo Modelo Keynesiano, margina el papel de la política fiscal al considerar que esta política tiene como objetivo el equilibrio presupuestal. El comportamiento fiscal pasivo debe proporcionar el respaldo para que el banco central, en su carácter autónomo, pueda seguir en su papel activo de lograr la estabilidad de precios, lo que implica la dominancia de la política monetaria sobre la fiscal. Sin embargo, el régimen de metas de inflación no toma en cuenta la presión fiscal que se genera en las cuentas públicas cuando el banco central, a través de las operaciones de mercado abierto, vende bonos de gobierno a cambio de dinero, lo que genera ingreso que contribuye a financiar el gasto público, pero implica un aumento en la deuda interna del sector público.

D. Desarrollo

1. De las Finanzas públicas funcionales a la equivalencia Ricardiana

En los años de la Gran Depresión de 1929-1933, Irving Fisher (1933), el principal economista estadounidense y contemporáneo de Keynes, señala en su teoría de los ciclos monetarios que en la fase de ascenso económico juega un papel central la generación de crédito bancario al sector privado, pero cuando los bancos frenan la expansión de crédito debido a que se agotan las reservas bancarias y a que se

bruta. De acuerdo con datos de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), en 2007 la deuda neta del gobierno fue de 29 por ciento en relación al PIB y en 2016 de 48.7%.

⁵ Ver: <http://www.banxico.org.mx/divulgacion/glosario/glosario.html> [página consultada el 16/08/2018].

dan cuenta que la tasa de inflación es mayor en relación al ajuste de la tasa de interés nominal, se revierte el proceso y ahora la tasa de interés real aumenta. En su análisis, un fenómeno que acentúa la fase recesiva del ciclo es la deflación de la deuda, es decir, la caída de los precios genera el aumento de la deuda en términos reales. Por lo tanto, el autor plantea que el objetivo del banco central es estabilizar los precios a través de una política monetaria expansiva que ponga freno a la deflación, de acuerdo a su planteamiento la estabilidad de precios se traduce en generación de empleo y crecimiento económico, lo que contribuye a aminorar la crisis de la deuda.

En la perspectiva de Keynes (1936) el principal problema que se enfrenta en el contexto de la Gran Depresión es el desempleo, asociado a la insuficiencia de la demanda efectiva, de ahí que proponga la intervención del gobierno, sobre todo a través de la política fiscal expansiva. Por lo tanto legitima el uso de la política fiscal para hacer frente al desempleo y la depresión, ya que las fluctuaciones económicas no se pueden evitar, pero se pueden regular. Los keynesianos, con base en el modelo de Hicks (1937), argumentaron que la expansión del gasto público genera un efecto multiplicador en el ingreso acompañado de la subida en la tasa de interés, dado el aumento en la demanda de dinero.⁶ Si se quiere evitar el incremento en el costo del dinero la propuesta era la monetización del déficit del sector público, es decir, financiar el gasto público con emisión monetaria, con lo que la economía crece y se mantiene la tasa de interés nominal al mismo nivel, aunque esta medida genera presiones inflacionarias dependiendo de la elasticidad de la función de oferta agregada.

Si el aumento del gasto es financiado con la emisión de bonos públicos (deuda interna), se genera en un primer momento un ascenso en el déficit presupuestal, pero acompañado de crecimiento económico, de acuerdo al multiplicador de la política fiscal. En la medida que la actividad económica crece se producen mayores ingresos para el sector público a través de la recaudación de los impuestos directos, lo que en teoría reduce el déficit público hasta lograr un presupuesto equilibrado. Además, la tenencia de bonos públicos en manos del sector privado genera un efecto riqueza que contribuye positivamente para

⁶ Con base en el modelo IS-LM, Alvin Hansen (1949) detalló recomendaciones políticas para los Estados Unidos en los períodos anterior y posterior a la Segunda Guerra Mundial, por lo que a este enfoque también se le conoce como modelo de Hicks-Hansen.

aumentar el consumo. Por su parte, en el mercado de dinero la venta de bonos públicos a cambio de efectivo implica una reducción en la oferta monetaria y un aumento en la tasa de interés. Lo que se deduce del modelo keynesiano es que el crecimiento económico, asociado tanto al aumento del gasto público como al efecto riqueza, implica una tasa de interés más alta (aumenta el costo de la deuda pública), pero el crecimiento del ingreso lleva a un incremento de los ingresos fiscales del sector público (dado que los impuestos son endógenos al ingreso), lo que reduce el déficit fiscal a cero y evita la acumulación de deuda del gobierno.

El argumento anterior fue criticado en la década de los setenta por autores como Robert Barro (1974), perteneciente a la Nueva Economía Clásica (NEC), que señala que si se considera el teorema de equivalencia Ricardiana no hay diferencia entre si el gobierno vende bonos o aumenta impuestos para financiar su gasto. Al vender bonos no afecta la riqueza neta del sector privado, sólo se incrementa el ahorro para hacer frente a los impuestos futuros. Es decir, cuando el gobierno aumenta su gasto financiado con deuda para subir la demanda agregada, la demanda en realidad no sufre ningún cambio, dado que los incrementos en el déficit público implicarán mayores impuestos en el futuro.

De acuerdo con la equivalencia Ricardiana, “los consumidores, que son previsores, prevén totalmente los impuestos futuros que serán necesarios para pagar la deuda pública, por lo que el endeudamiento público actual, unido a una subida de impuestos en el futuro para devolver la deuda, produce el mismo efecto en la economía que una subida actual de impuestos” (Mankiw, 2014: 819). Se considera entonces que el sector privado toma en cuenta la carga que tendrá en el futuro los impuestos, por lo tanto los bonos del gobierno no serán considerados como riqueza neta, los impuestos futuros serán descontados y su valor presente va a compensar exactamente el valor de los bonos vendidos.

Snowdon y Vane (2005: 112) señalan que “se han planteado varios argumentos contra el teorema de la equivalencia de la deuda Ricardiana, entre ellos los de Tobin (1980a) y Feldstein (1982); mientras que Barro (1989b) realiza una defensa enérgica contra las principales objeciones teóricas que se han planteado al enfoque. En primer lugar, se observa que la obligación tributaria derivada de la expansión fiscal financiada con bonos cae en una generación futura, por lo que la generación actual sería más rica, a lo que Barro argumenta que la existencia de legados implica que la generación actual aumentaría su

ahorro para que las siguientes generaciones paguen la responsabilidad fiscal futura. El argumento de Barro de que la existencia de legados implica preocupación por parte de los padres sobre la carga fiscal a la que se enfrentarán sus hijos ha sido objeto de críticas debido a que los padres pueden o no tener suficiente visión para tomar en cuenta la responsabilidad fiscal esperada de sus hijos. En segundo lugar, dados los mercados de capital imperfectos, los bonos del gobierno pueden ser considerados como riqueza neta.”

Abba Lerner (1944) señala que en materia de política fiscal no se deben de tener prejuicios en relación a que el déficit fiscal, la deuda pública y una política monetaria expansionista son necesariamente “malas”. Desde su punto de vista se tiene que adoptar una política keynesiana “del control”, en la cual el gobierno debe de intervenir de acuerdo al principio de las finanzas públicas funcionales, la idea básica es que el manejo del presupuesto se puede utilizar como mecanismo de conducción económica, dado que el impuesto y el gasto fiscal afectan directamente el nivel de producción. Por lo tanto, en la fase recesiva del ciclo económico el gobierno debe intervenir aumentando el gasto público y reduciendo impuestos, mientras que en la fase de auge se deben incrementar los impuestos y reducir el gasto fiscal, lo anterior con el fin de que el proceso económico se desarrolle de manera estable y eficiente.

En la interpretación que hace Hyman Minsky (1975) de la *Teoría General* de Keynes destaca el carácter cíclico del proceso capitalista, argumenta que el funcionamiento del sistema genera inestabilidad financiera⁷ de manera endógena, las relaciones entre producción y financiamiento de la inversión son el punto central que hace a la economía capitalista cíclica e inestable. Un ciclo económico implica tres etapas, auge, crisis y deflación de la deuda; en la fase de auge el dinero y el crédito juegan un papel fundamental, la acumulación de deudas (pasivos) se da en tres niveles: empresas, familias e instituciones financieras

⁷ La inestabilidad financiera puede definirse como un proceso en el que ocurren cambios rápidos y acelerados en los precios de los activos (financieros y de capital) en relación con los precios de la producción corriente. La hipótesis de la inestabilidad financiera (HIF) señala que el funcionamiento interno de la economía capitalista genera relaciones financieras que son conducentes a la inestabilidad y que las relaciones de precio y valor de los activos que desencadenarían una crisis financiera en una estructura financiera frágil son eventos del funcionamiento normal de la economía. Otra proposición que se obtiene de la HIF es que si el proceso interactivo de la deflación de la deuda, que conduce a una profunda depresión, es abortado rápidamente por los déficits de un gobierno grande y por la intervención de un prestamista de última instancia, entonces tendrá lugar una recesión inflacionaria. Ver Minsky (1982).

(sobre todo la banca comercial); los bancos incrementan sus préstamos a expensas de la posesión de valores, especialmente deuda pública. La fase álgida de la crisis lleva a la deflación de la deuda, para hacer frente a esta situación el autor propone “el efecto combinado de las propiedades estabilizadoras de corto plazo de los gastos de consumo, las propiedades estabilizadoras del gasto gubernamental y del cobro de impuestos, y la influencia de aquellos activos monetarios que no son deuda de ninguna unidad, con el banco central actuando como prestamista de último recurso, harán detener la deflación de la deuda y la reducción del ingreso que la acompaña” (Minsky, 1975: 137-138). Aunque como señala el autor, este tipo de política no está exenta de costos. Adicionalmente, de lo anterior se deduce que Minsky comparte el principio de las finanzas públicas funcionales.

El concepto de finanzas públicas funcionales va en contra de la idea de finanzas sólidas o de un presupuesto equilibrado. “En el caso de la regla de equilibrio presupuestario, un gobierno se vería obligado a reducir sus gastos y/o aumentar los impuestos durante una recesión (ya que los ingresos tributarios disminuyen a medida que el PIB disminuye) y a aumentar los gastos públicos durante un período de auge (ya que los ingresos tributarios aumentan durante un período de auge). Desde una perspectiva keynesiana, estas acciones desestabilizarían aún más una economía ya inestable; es decir, estabilizar las finanzas desestabiliza la economía. El principio de las finanzas funcionales sugiere que el gobierno debe equilibrar su presupuesto a lo largo del ciclo, es decir, tener déficit durante las recesiones y superávit durante los períodos de auge. Al hacerlo, el gobierno ayudará a reducir la severidad de las fluctuaciones agregadas” (Snowdon y Vane, 2002: 286).

Con la estanflación de la década de los setenta y el rompimiento del consenso keynesiano, en el campo de la macroeconomía ortodoxa surgen corrientes como el Monetarismo y la NEC, que defienden la filosofía neoliberal en el contexto de la globalización económica. Asimismo, en la década de los noventa se desarrolla el Nuevo Modelo Keynesiano, que también se conoce como Nueva Síntesis Neoclásica o Nuevo Consenso Monetario, corriente que plantea que en el corto plazo la política monetaria de metas de inflación contribuye en el proceso de estabilización macroeconómica, mientras que en política fiscal el objetivo es el equilibrio presupuestal.

Las metas de inflación son una estrategia de política monetaria que abarca aspectos como los siguientes: 1) el anuncio público de metas numéricas de inflación de mediano plazo; 2) un compromiso institucional con la estabilidad de precios como meta primaria de la política monetaria, a la cual están subordinadas otras metas; 3) una estrategia inclusiva de información en la que se utilizan muchas variables, y no sólo agregados monetarios o el tipo de cambio, para decidir el establecimiento de instrumentos de política; 4) una mayor transparencia de la estrategia de política monetaria a través de la comunicación con el público y los mercados acerca de los planes, objetivos y decisiones de la autoridad monetaria; y 5) mayor rendición de cuentas del banco central.⁸

En la última década del siglo XX la tasa de interés monetaria de corto plazo se convierte en la variable de control del banco central. Para hacer cambios en la tasa de interés un criterio muy popular es la regla de Taylor (1993), que trató de proporcionar una evaluación empírica de la política del Fondo de la Reserva Federal (Fed). La regla de Taylor consiste en fijar la tasa de interés tomando en cuenta dos objetivos: a) estabilidad de precios, medida por la diferencia entre la tasa de inflación observada y la meta establecida, b) la brecha de producto, la desviación de la producción efectiva de su producto potencial.

El régimen de metas de inflación se aplica en economías industrializadas como Nueva Zelanda, Canadá, Australia, Islandia, Noruega, Suecia, Reino Unido y Suiza. Además de ser utilizado en un número creciente de países menos desarrollados, incluyendo entre otros a México, Perú, Chile, Colombia, Brasil, Filipinas, Israel, República Checa, Hungría, Corea, Tailandia, Polonia y Sudáfrica.⁹ El principal objetivo de los bancos centrales es el de mantener la estabilidad de precios, aunque en países como Canadá, Australia y Suiza se considera también el empleo y/o el crecimiento, con lo que en este sentido son afines a la política monetaria de la Fed, que aunque en sentido estricto no tiene metas de inflación, tiene un mandato dual de objetivos de estabilidad de precios en el largo plazo y pleno empleo, el cual le permite responder con mayor flexibilidad ante choques exógenos.

⁸ Ver Mishkin (2000).

⁹ De acuerdo con datos del Fondo Monetario Internacional (2017), en la actualidad hay 40 países que aplican metas de inflación.

En el caso de la economía mexicana el Banco de México no tiene un mandato dual, se establece un compromiso institucional con la estabilidad de precios como meta prioritaria de la política monetaria, lo cual es señalado en el artículo 28 de la Constitución Mexicana: “El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado. Ninguna autoridad podrá ordenar al banco conceder financiamiento”.¹⁰

Asimismo, en política fiscal se decreta en 2006 la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria. Esta ley impone el “equilibrio presupuestario” en las cuentas del sector público, aunque si permite un déficit en circunstancias extraordinarias. Sin embargo, ha prevalecido el carácter pro cíclico de la política macroeconómica, lo que acentúa los períodos de crisis económica. Por lo que no es de sorprender que en 2009 la tasa de crecimiento económico se desplomara a -6.5% en México, mientras que en Estados Unidos la caída fue de -2.4 %, a pesar de que este país fue el epicentro de la crisis financiera.¹¹

Por otro lado, de acuerdo con instituciones como el FMI, el Banco Mundial y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), se debe acompañar el régimen de metas de inflación con una política cambiaria de libre flotación, lo que implica que el tipo de cambio nominal se ajuste de manera endógena a las decisiones que toman los bancos centrales en relación al nivel de la tasa de interés nominal. El FMI (2017), señala que la mayoría de países con metas de inflación declara que tiene un régimen de flotación o libre flotación, con excepción de Serbia, República Checa y República Dominicana.

En México, a raíz de la crisis de balanza de pagos de diciembre de 1994, el gobierno se ve obligado a establecer un tipo de cambio flexible, lo que significa que el nivel del tipo de cambio se debe determinar en el mercado cambiario por la demanda y oferta de dólares. Sin embargo, en los hechos lo que ha predominado es un régimen cambiario de flotación administrada.¹² De acuerdo con Guillermo

¹⁰ Ver Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos. http://www.dof.gob.mx/constitucion/marzo_2014_constitucion.pdf

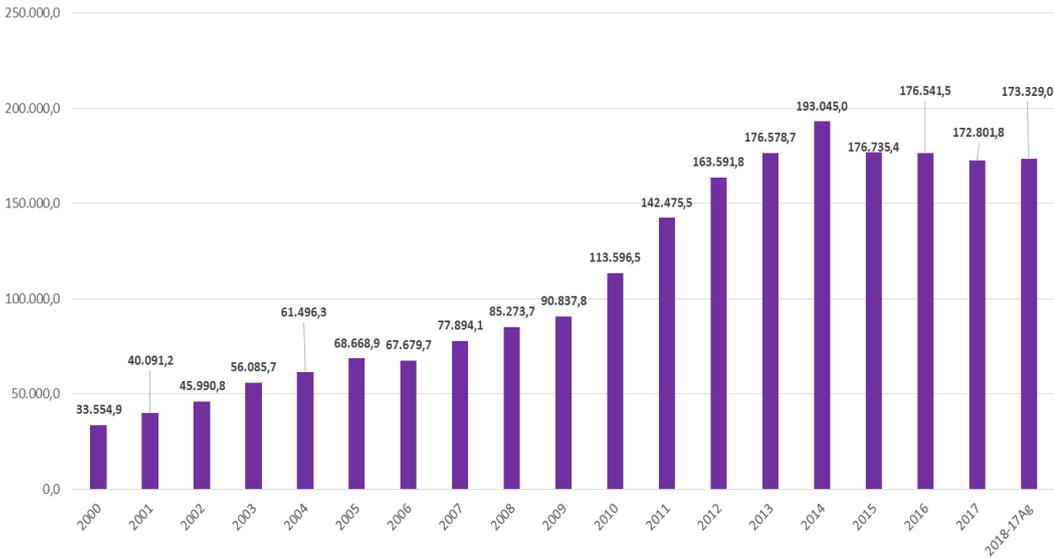
¹¹ Ver Blecker (2011).

¹² En un régimen de este tipo la autoridad monetaria influye en los movimientos del tipo de cambio a través de la intervención activa en el mercado de cambios sin especificar o comprometerse con una trayectoria preanunciada para el tipo de cambio (Bofinger y Wollmershäuser, 2001: 4).

Calvo y Carmen Reinhart (2002), la mayoría de los países que declaran tener tipo de cambio flexible, en realidad permiten que el tipo de cambio fluctúe dentro de cierta banda, o bien lo regulan constantemente mediante movimientos en la tasa de interés, esto debido a que tienen temor a flotar. Lo anterior explica por qué en economías emergentes como México una de las preocupaciones importantes de los bancos centrales es la acumulación de reservas internacionales, que como se muestra en la gráfica 1, alcanzan su nivel históricamente más alto en 2014.

Por otra parte, autores como Blanchard *et al.* (2016) mencionan que ante la crisis financiera y dadas las limitaciones de la política monetaria, la mayoría de economías desarrolladas optan por aplicar política fiscal expansiva pero esto se enfrentó posteriormente a las limitaciones de una baja percepción de ingresos públicos y el ascenso en la deuda soberana sobre el PIB y por esta razón se cambió del estímulo fiscal a la estabilización de la deuda, ya que a nivel mundial la deuda global ha venido aumentando,

Gráfica 1 México: Reservas internacionales (saldo en millones de dólares), 2000-2018



Datos de finales de cada año. El dato de 2018 corresponde al 17 de agosto.
Fuente: elaborado con base en datos del Banco de México.

El FMI (2018a) alerta del riesgo de una recaída en la tasa de crecimiento económico por la escalada de la deuda global, tanto pública como privada, la cual asciende a 164 billones de dólares, de acuerdo a datos de 2016; lo que equivale a 225 % del producto interior bruto mundial, un 12 % mayor al nivel máximo

registrado en 2009. Esto en un contexto en que los principales bancos centrales están normalizando su política monetaria y endureciendo las condiciones financieras. En otro estudio el FMI (2018b) señala que La deuda pública juega un papel importante en el aumento de la deuda global, que se encuentra en máximos históricos entre las economías industrializadas y de mercados emergentes. En el cuadro 1 se observa como la deuda pública como porcentaje del PIB muestra un ascenso importante sobre todo a partir de la crisis financiera global. A nivel mundial las economías desarrolladas son las más endeudadas, por ejemplo, de acuerdo con datos del Departamento del Tesoro, en septiembre de 2017 la deuda pública de Estados Unidos (EUA) ascendió a veinte billones ciento sesenta mil millones de dólares (20,160 000,000,000).¹³ Del cuadro se puede deducir que el ascenso de la deuda es independiente de la estrategia de política monetaria que adoptan los países, de acuerdo con datos del FMI (2017), EUA, Alemania, Francia e Italia siguen un tipo de política monetaria en la que no se establece explícitamente un ancla nominal, pero monitorean varios indicadores al conducir la política monetaria, China tiene un objetivo de agregado monetario y el resto de los países de la lista aplican metas de inflación.

Cuadro 1 Deuda pública (% PIB) en países seleccionados: 2000-2017

	Estados Unidos	Japón	Reino Unido	Alemania	Francia	Italia	México	Brasil	Colombia	China
2000	53,03	137,89	37,0	58,9	58,9	105,1	40,42	65,56	37,74	22,81
2001	53,02	146,83	34,4	57,7	58,3	104,7	39,37	70,06	40,83	24,38
2002	55,38	156,82	34,5	59,4	60,3	101,9	41,75	78,87	47,24	25,71
2003	58,40	162,73	35,7	63,1	64,4	100,5	43,76	73,90	44,75	26,57
2004	65,80	171,66	38,7	64,8	65,9	100,1	40,22	70,17	41,21	26,17
2005	65,24	176,78	39,9	67,0	67,4	101,9	38,52	68,66	38,28	26,1
2006	64,09	176,39	40,8	66,5	64,6	102,6	37,42	65,92	35,75	25,38
2007	64,63	175,43	41,9	63,7	64,5	99,8	37,21	63,79	32,47	29,04
2008	73,72	183,42	49,9	65,2	68,8	102,4	42,49	61,90	32,14	27,00
2009	86,98	201,04	64,1	72,6	83,0	112,5	43,68	65,00	35,17	34,35
2010	95,67	207,85	75,6	80,9	85,3	115,4	41,96	63,08	36,44	33,74
2011	99,97	222,09	81,3	78,6	87,8	116,5	42,86	61,21	35,73	33,64
2012	103,54	229,01	84,5	79,8	90,6	123,4	42,65	62,19	34,08	34,27
2013	105,40	232,47	85,6	77,5	93,4	129,0	45,90	60,21	37,78	37,00
2014	105,07	236,07	87,4	74,4	94,9	131,8	48,89	62,32	43,65	39,92
2015	105,30	231,26	88,2	71,0	95,6	131,5	52,88	72,59	50,57	41,07
2016	107,17	235,63	88,2	68,2	96,6	132,0	56,81	78,44	50,66	44,32
2017	n.d.	n.d.	87,7	64,1	97,0	131,8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: elaborado con base en datosmacro.com

Los países industrializados para evitar mayores presiones en las cuentas del sector público recurren a la aplicación de política fiscal de carácter restrictivo acompañada de una política monetaria laxa. En efecto, la política monetaria ortodoxa llevó los niveles de las tasas de interés objetivo de los bancos centrales

¹³ Ver: <https://mundo.sputniknews.com/economia/201803191077150311-deuda-publica-eeuu-21-billonos/>

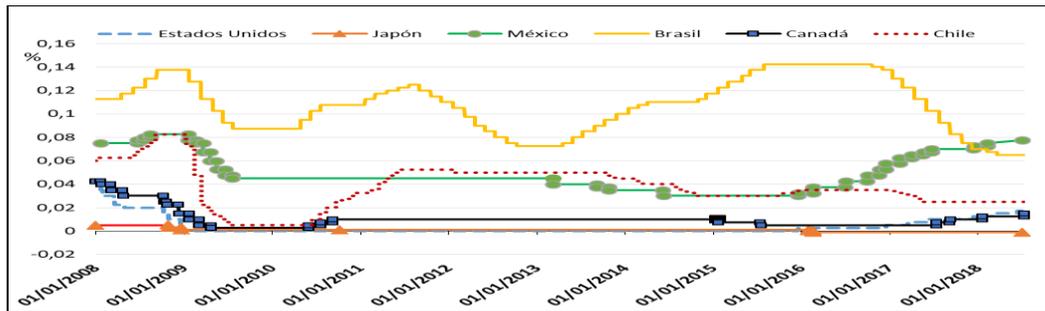
a niveles cercanos al límite inferior de cero e incluso en algunas economías como Japón, Suecia y Suiza los niveles de la tasa de interés objetivo son negativas, actualmente¹⁴ se mantienen en -0.10, -0.50 y -1.25 por ciento, respectivamente; mientras que en la Zona Euro el nivel de dicha tasa es de 0% y en Estados Unidos la tasa de interés de los fondos federales está entre 1.75 y 2.00%. Además, para mantener los bajos niveles de la tasa de interés nominal el Banco de Japón, la Reserva Federal (Fed), el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra recurren a la aplicación de medidas heterodoxas que consisten en comprar bonos públicos y activos tóxicos (asociados por ejemplo a las hipotecas *subprime*) para inyectar liquidez a la economía, con el fin de empezar a sanear los mercados financieros e impulsar la reactivación de la actividad económica a través del abaratamiento en el costo del dinero. Este tipo de política continúa en la actualidad, aunque en Estados Unidos la Fed retiró el estímulo monetario (denominado *Quantitative Easing*: QE) en octubre de 2014 en un proceso llamado *tapering* y un año después, en diciembre de 2015, comienza a normalizar su política monetaria al aumentar paulatinamente la tasa de fondos federales, la cual se mantenía desde diciembre de 2008 en un rango de 0 a 0.25 por ciento, hasta ascender a su nivel actual.

En la gráfica 2 se muestra el comportamiento de la tasa de interés objetivo de distintos bancos centrales, lo primero que se observa es que las tasas de interés de las economías emergentes son mayores en relación a los bajos niveles de los países desarrollados.¹⁵ Por lo tanto, en el marco actual de libre movilidad de capitales la política monetaria laxa impulsa la especulación financiera en las economías emergentes, lo que inevitablemente genera efectos colaterales en su desempeño económico, promueve la inestabilidad financiera asociada al flujo de capitales y el ascenso de la deuda pública interna, ya que como veremos, dicha deuda es utilizada como instrumento de estabilidad monetaria.

¹⁴ Septiembre de 2018, con base en datosmacro.com.

¹⁵ En la actualidad, la tasa de interés objetivo en México se ubica en 7.75 por ciento, en Brasil 6.50 % y Chile en 2.50 por ciento.

Gráfica 2 Tasa de interés objetivo de los Bancos Centrales: 2008-2018 (julio)



Fuente: elaboración propia con datos de datosmacro.com

Existe una amplia cantidad de autores que han analizado el tema del endeudamiento, por ejemplo Reinhart y Rogoff (2011) en su artículo que titulan *From Financial Crash to Debt Crisis (De la crisis financiera a la crisis de deuda)*, establecen tres hipótesis para explicar cómo en diferentes países se origina el problema, hacen énfasis en la relación entre deuda pública y deuda externa y la interacción entre la crisis de la deuda y las crisis bancarias. Hodgson (2015) presenta un panorama general de la deuda y señala que nos dirigimos hacia un abismo financiero, centrado en un fraude fundamental del sistema bancario, ya que los bancos privados se han apoderado de la creación y control el sistema monetario internacional, en una red de dinero-deuda que genera un beneficio constante a sus artífices y somete a las naciones a una creciente e innecesaria montaña de deuda, imposible de pagar.

¿Por qué la autora cuestiona al sistema bancario? Entre otros factores, se basa en un folleto publicado por la Fed de Chicago, actualizado en 1992 y que hace referencia a la mecánica de la creación del dinero. Aquí se señala que “los bancos realmente no otorgan los préstamos del dinero que reciben como depósitos. Si lo hicieran no se podría generar dinero adicional...El folleto explica que la creación de dinero se hace “construyendo” depósitos, y que esto se lleva a cabo otorgando préstamos. Contrario a la creencia popular, los préstamos se convierten en depósitos y no al revés” (Hodgson, 2015: 59-60). Es decir, el sistema bancario moderno fabrica el dinero de la nada. Por lo tanto, el financiamiento que otorgan los bancos no está limitado por los depósitos bancarios o por los recursos reales; en otras palabras no está restringido por el ahorro, ya que los bancos privados tienen la capacidad de crear dinero que es reconocido institucionalmente como un medio de pago. Un planteamiento similar es realizado por McLeay, Radia

y Ryland (2014), economistas del Banco de Inglaterra, que señalan que en la economía moderna el dinero toma la forma de depósitos bancarios. La principal vía para crear los depósitos bancarios es a través de bancos comerciales que otorgan préstamos. Cada vez que el banco crea un préstamo, simultáneamente crea un depósito en la cuenta bancaria del prestatario, creando así dinero nuevo. Señalan que en lugar de que los bancos utilicen el ahorro de los hogares para generar préstamos, los préstamos bancarios crean depósitos.

En relación al ascenso de la deuda Hugheas y Martínez (2015) señalan que la crisis europea ha puesto de relieve el papel de los desequilibrios de pagos intraeuropeos para la supervivencia de la Unión Monetaria Europea. Los desequilibrios de pago entre el Norte y el Sur han contribuido a la acumulación de un gran volumen de deuda externa, mientras que las corrientes de capital extranjero dejaron de financiar inversión productiva que podrían haber contribuido al pago de la deuda, prefiriendo en cambio financiar el consumo y la burbuja inmobiliaria. De Margerie y De Vauplane (2015) también plantean que la crisis ha puesto de manifiesto los desequilibrios fundamentales de las economías de los Estados europeos que, durante muchos años, han financiado un modesto crecimiento económico mediante un aumento constante del endeudamiento público y privado. Los problemas de la zona euro también han demostrado que el riesgo de impago soberano es real y no meramente teórico. Consideran que los tres aspectos técnicos de la matriz de la deuda soberana (el marco jurídico, la evaluación a efectos contables y la calificación crediticia) no han sido objeto de atención pública. Sin embargo, son fundamentales para la gestión eficaz de la crisis. Poghosyan (2018) estudia cómo los ciclos financieros afectan a los ciclos de deuda pública en 57 economías avanzadas y emergentes durante el período 1960-2014. Los resultados que obtienen sugieren que la asociación entre los ciclos financieros y de deuda es asimétrica.

Woo y Kumar (2015) examinan el impacto de la alta deuda pública en el crecimiento económico a largo plazo en un gran panel de países en las últimas cuatro décadas. Observan que un alto nivel de deuda pública inicial se asocia significativamente con un crecimiento posterior más lento. Montiel (2005) intenta establecer pautas generales para la gestión de la deuda pública en las economías emergentes, que para mantener el acceso al mercado y promover el desarrollo del mercado financiero nacional, los gobiernos generalmente se financian a tasas

de mercado utilizando una amplia variedad de valores. Más allá de este principio general, la composición óptima de la deuda pública implica una compensación entre la mejora de la credibilidad antiinflacionaria del banco central y la reducción de la vulnerabilidad de su presupuesto a los shocks macroeconómicos. En el siguiente apartado analizamos el caso de la economía mexicana.

2. Deuda pública como instrumento de regulación monetaria

Jurídicamente, el concepto de deuda pública se basa en dos fundamentos; por un lado, la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos establece que el Gobierno Federal podrá contratar empréstitos sólo para la “ejecución de obras que directamente produzcan un incremento en los ingresos públicos”, salvo tres excepciones: 1) regulación monetaria, 2) las operaciones de conversión, y 3) los que se contraten durante alguna emergencia declarada por el Presidente de la República. Por otra parte, “la Ley Federal de Deuda Pública establece que la deuda está constituida por la obligación de pasivos, directos o contingentes derivados de financiamientos a cargo del Ejecutivo Federal, sus dependencias, el Distrito Federal¹⁶, los organismos descentralizados, las empresas de participación estatal mayoritaria, instituciones financieras (banca y crédito, las organizaciones auxiliares nacionales de crédito), las instituciones nacionales de seguros y las de fianzas, y los fideicomisos en los que el fideicomitente sea el Gobierno Federal o cualquiera de las entidades anteriores”(CEFP, 2016: 2).

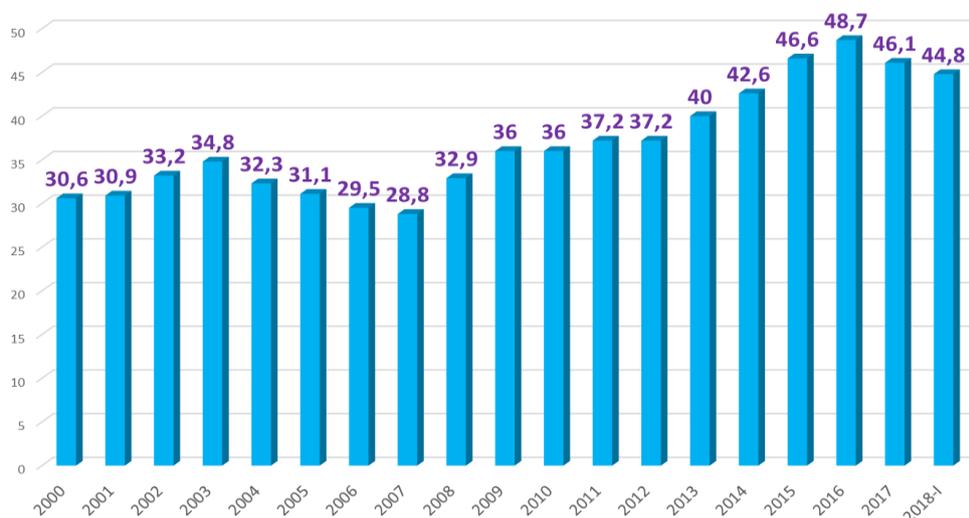
Por lo tanto, desde el punto de vista de la legislación, la deuda pública se puede utilizar para contribuir en la estabilidad monetaria, lo que como veremos, ha llevado a un aumento en el endeudamiento del sector público. En relación a este tema, autores como Lasa (1997), López y Basilio (2013), Mántey (2016) y Ortiz (2016, 2013), han estudiado la manera como se articulan el presupuesto global del gobierno, la deuda pública y la inflación, haciendo contribuciones que muestran cómo en México la estabilidad de precios se acompaña de un deterioro en las finanzas públicas.

En la gráfica 3 se observa el saldo histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) como porcentaje del PIB, es decir la deuda en términos netos, la cual ha aumentado a partir de 2009, luego de la crisis

¹⁶ Hoy Ciudad de México.

financiera mundial y particularmente en el sexenio de Enrique Peña Nieto (2012-2018), aunque en los últimos dos años de su gobierno hay una ligera disminución.

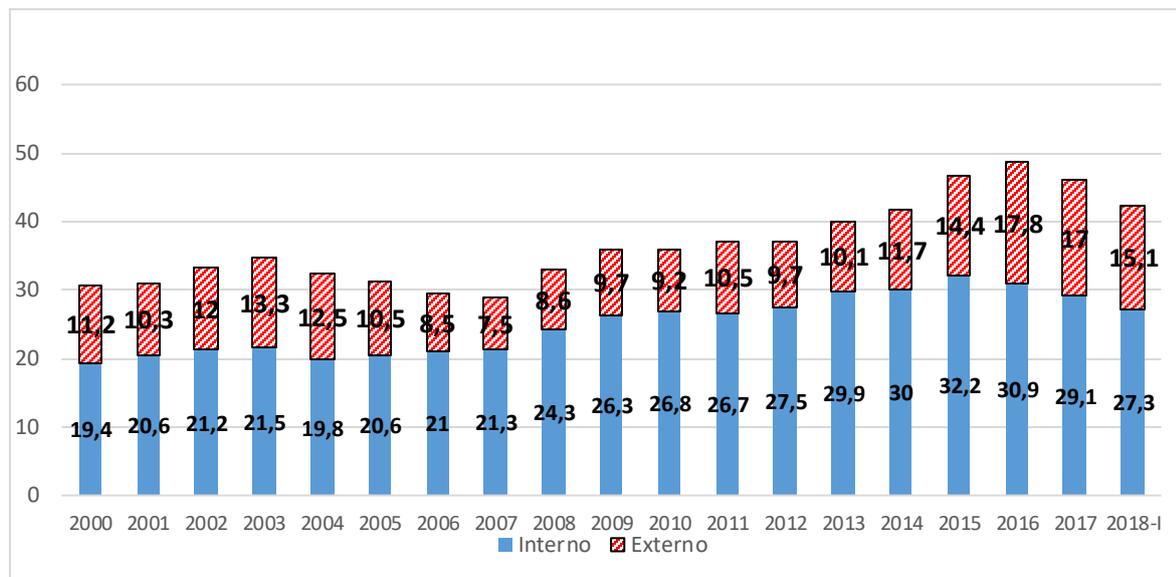
Gráfica 3 Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (% PIB) (Deuda neta total): 2000-2018-I



Fuente: Elaborado con base en datos de la SHCP. Informes sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública. El dato del primer trimestre de 2018 se ha tomado de datosmacro.com

La deuda neta total del sector público se divide en deuda interna y externa, la cual como señalamos, ha venido aumentando en relación al PIB, siendo que el mayor ascenso se observa en la deuda interna, como se observa en la gráfica 4.

Gráfica 4 Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (% PIB) (Deuda neta interna y externa): 2000-2018-I



Fuente: Elaborado con base en datos de la SHCP. Informes sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública. Datos al primer trimestre de 2018.

En un artículo anterior (León, 2012) hemos señalado que el esquema de metas de inflación en México se establece desde 2001-2002, el criterio en relación al rango para la meta de inflación, de 3 ± 1 por ciento, se determina en función de la tasa de inflación de los países socios del Tratado de Libre Comercio con América del Norte (TLCAN). Para lograr la meta de inflación prevista el Banxico decide un nivel para la tasa de interés objetivo (i) que tiene que ser mayor a la suma de la tasa de interés externa (i^*), la tasa de riesgo cambiario ($\frac{\Delta E}{E}$) y la tasa de riesgo país (i_r), lo que implica arbitraje internacional descubierto de intereses, que tiene como finalidad la atracción de inversión extranjera de corto plazo o especulativa.

$$i > i^* + \frac{\Delta E}{E} + i_r \quad (1)$$

El riesgo país es un indicador sobre las posibilidades de un país emergente de no cumplir en los términos acordados con el pago de su deuda externa, ya sea con el capital o los intereses; a medida que aumenta el riesgo país de una nación determinada, mayor es la probabilidad de que la misma ingrese en moratoria de pagos o "default". El riesgo país se mide con el EMBI (*Emerging Markets Bond Index*), que fue creado por la firma internacional JP Morgan Chase y que da seguimiento diario a una canasta de instrumentos de deuda en dólares

emitidos por distintas entidades (Gobierno, Bancos y Empresas) en países emergentes.

El EMBI es la diferencia entre la tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por países subdesarrollados, y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, que se consideran "libres" de riesgo. Este diferencial (también denominado spread o swap) se expresa en puntos básicos (pb). Una medida de 100 pb significa que el gobierno en cuestión estaría pagando un punto porcentual (1%) por encima del rendimiento de los bonos libres de riesgo.¹⁷ El cuadro 2 muestra los datos de la tasa de riesgo país para una muestra de economías emergentes, se puede ver que en 2008 hay un incremento importante de este indicador como consecuencia de los efectos de contagio de la crisis financiera mundial. También es de subrayar los altos niveles que ha alcanzado la tasa de riesgo país en Venezuela como consecuencia de la crisis económica y política, y los grandes problemas y desafíos que enfrentan economías como Argentina, Ecuador y Brasil.

Cuadro 2 Riesgo país: J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index (EMBI+)- 2000-2018 julio (puntos a finales de cada año)

AÑO	VENEZUELA	ARGENTINA	ECUADOR	BRASIL	PANAMA	URUGUAY	COLOMBIA	PERU	RUSIA	MEXICO	CHILE
2000	856	766	3744	749	441	n.d.	693	513	978	392	
2001	1163	4404	1186	911	411	n.d.	568	472	628	308	152
2002	1042	6303	1796	1445	446	1706	645	621	514	323	125
2003	613	5626	840	468	439	624	435	318	256	199	84
2004	411	4703	690	382	290	373	332	220	356	166	66
2005	318	504	669	311	246	275	238	206	108	126	80
2006	185	223	920	196	148	175	151	120	96	98	83
2007	506	409	614	222	184	243	195	178	147	149	151
2008	1862	1704	4720	428	516	685	474	509	743	362	336
2009	1017	660	775	192	175	241	201	169	188	165	97
2010	1044	496	896	189	162	186	137	135	199	144	124
2011	1197	925	846	223	201	213	195	216	321	175	161
2012	773	991	826	142	129	127	112	114	128	126	122
2013	1141	808	630	224	199	194	166	159	181	155	159
2014	2457	719	883	259	189	208	196	181	472	181	172
2015	2807	438	1266	523	218	280	321	246	243	232	250
2016	2186	455	647	328	186	244	227	175	152	232	n.d.
2017	4854	351	459	240	112	146	174	111	178	189	n.d.
24/07/2018	5056	578	627	276	129	169	182	124	193	193	n.d.

Nota: entre más bajo el Índice indica menor riesgo.

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Ambito.com

¹⁷ Ver: https://www.economia.com.mx/riesgo_pais_y_el_embi.htm [página consultada el 14/09/2018].

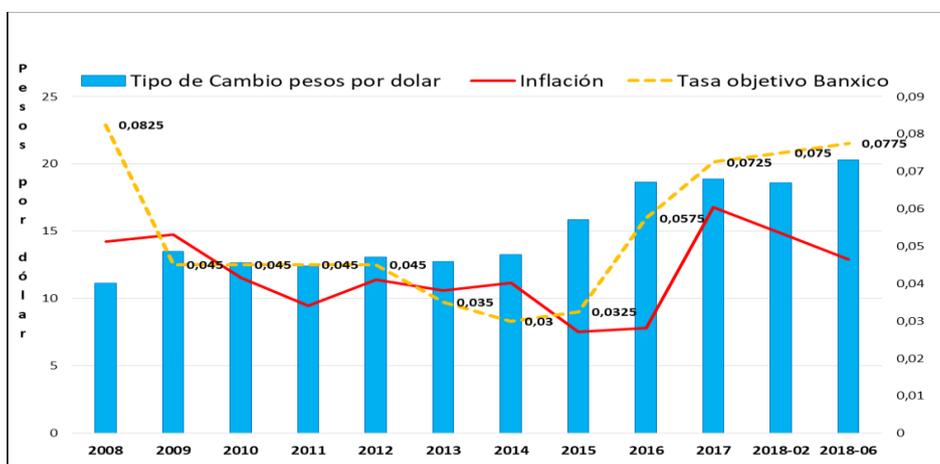
Cuando aumentan las expectativas de inflación el Banxico sube la tasa de interés nominal de corto plazo, con lo que se amplía el diferencial de la desigualdad expresada en (1), lo que hace que las inversiones en pesos sean más atractivas para los inversionistas extranjeros comparadas con las realizadas en moneda extranjera. Por lo tanto, se incrementa la entrada de inversión extranjera de corto plazo a nuestro país, lo que genera una mayor oferta de dólares en el mercado cambiario. Esta entrada de recursos tiene como destino la compra de activos en el mercado financiero, ya sean activos de rendimiento fijo o variable. En relación al mercado de bonos, que son activos de rendimiento fijo, el gobierno vende bonos en operaciones de mercado abierto a cambio de recursos que le permiten financiar su gasto público,¹⁸ operación que permite esterilizar la oferta de dólares. Lo anterior genera efectos positivos en lo que se refiere a la estabilidad monetaria: 1) La apreciación del tipo de cambio nominal influye en la reducción de la inflación,¹⁹; 2) La entrada de capital extranjero favorece la acumulación de reservas internacionales; 3) El incremento en la tasa de interés objetivo se traduce en un aumento en el costo del crédito, lo que disminuye la demanda agregada, sobre todo a través de la reducción de la inversión productiva y la caída en las exportaciones, ya que la apreciación del tipo de cambio nominal en el corto plazo, genera apreciación en el tipo de cambio real, restando competitividad a las exportaciones mexicanas. En suma, una menor demanda agregada aminora las presiones en los precios. En la gráfica 5 se puede observar la relación que se establece entre la tasa de interés, el tipo de cambio y la inflación, es de subrayar que en los últimos tres años, de 2016 a junio de 2018, la tasa de interés objetivo

¹⁸ Es importante señalar que el gobierno tiene otras fuentes de financiamiento asociadas con la deuda externa, por ejemplo las colocaciones que se efectúan en los mercados internacionales de capital, a través de emisiones de bonos públicos, de los programas de pagarés a mediano plazo y del papel comercial. Además, está el financiamiento a través de los Organismos Financieros Internacionales, Comercio Exterior, Mercado Bancario, Reestructurados y Pidiregas. Ver (CEFP, 2016: 7).

¹⁹ La teoría de la paridad del poder de compra señala que en el largo plazo los precios internos son iguales al tipo de cambio por los precios externos ($P = EP^*$). Es lo que se conoce como el *pass trough*, es decir, el impacto que tienen en la inflación las variaciones del tipo de cambio, sobre todo en países altamente dependientes de importaciones, como el caso de México, de acuerdo con datos del Banco Mundial las importaciones de bienes y servicios como porcentaje del PIB ascienden en 2017 a 39,7 %, mientras que en Estados Unidos son de 14.68 % (dato para 2016), y en Canadá 33.2 por ciento. Asimismo, en Brasil, Argentina y China representan respectivamente el 11.6, 13.8 y 18 %, respectivamente.

comienza a aumentar para hacer frente tanto a la depreciación cambiaria como a las presiones inflacionarias.

Gráfica 5 Tipo de cambio (pesos por dólar), inflación (%) y tasa de interés objetivo (%): 2008-2018 (junio)



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI y Banco de México.

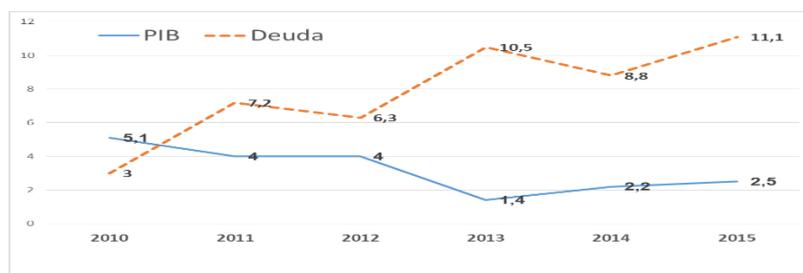
Adicionalmente, para frenar la depreciación del tipo de cambio el Banxico interviene en el mercado de divisas a través de la venta de dólares, lo que implica una contracción en las reservas internacionales, como se muestra en la gráfica 1. Recientemente, a partir de febrero de 2017, se anuncia un programa de coberturas cambiarias que tiene como objetivo propiciar un funcionamiento más ordenado en el mercado cambiario. “Al ser un instrumento liquidable por diferencias, permite ofrecer a los participantes locales cobertura contra el riesgo cambiario sin que esto esté asociado a una disminución en el saldo de las reservas internacionales”.²⁰ Lo anterior implica que tanto la tasa de interés como el tipo de cambio juegan un papel primordial como variables de ajuste de la economía mexicana ante choques exógenos.

Por otra parte, la emisión de deuda pública con fines de regulación monetaria genera efectos colaterales negativos en el sistema económico. En principio, la caída en la demanda agregada no impulsa al crecimiento económico, el cual ha mostrado una evolución desfavorable sobre todo de la década de los

²⁰ Sobre las subastas de coberturas cambiarias ver Circular 6/2017 dirigida a las instituciones de crédito, relativa a la Modificación a la Circular 3/2017 (Reglas para las subastas de coberturas cambiarias). www.banxico.org.mx

ochenta a la actualidad.²¹ La gráfica 6 muestra como la brecha entre el crecimiento real de la deuda del Gobierno Federal (que representa el 90 por ciento de la deuda interna del sector público) y la tasa de crecimiento real del PIB se está ampliando en los últimos años, lo que constituye una fuente de preocupación en el mediano plazo.

Gráfica 6 Crecimiento real del PIB y la deuda del Gobierno Federal, 2010-2015 (Variación % real)



Fuente: elaborado por el CEFP (2016) con datos de SHCP.

Además, como muestra la gráfica 3, ha aumentado la deuda interna neta como porcentaje del PIB, la emisión de papel en el mercado nacional corresponde a los títulos de deuda emitidos por el Gobierno Federal a través del Banco de México en su papel de agente financiero. Los instrumentos vigentes son: Certificados de Tesorería de la Federación (Cetes), Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (Bondes), Bonos de Desarrollo (Bondes-D), Bonos de Desarrollo a tasa fija (Bonos) y Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal denominados en Unidades de Inversión (Udibonos). En el cuadro 3 se observa la colocación de deuda interna del sector público según el tipo de instrumentos durante el período de 2000 a 2017; en término de valor, en 2000 la deuda interna

²¹ De acuerdo con datos del Banco Mundial, en la década de los sesenta y setenta la tasa de crecimiento del PIB real anual en promedio fue de 6.84 y 6.43 por ciento respectivamente, esto en el marco del modelo de sustitución de importaciones. A raíz de la crisis de la deuda externa de 1982, México hace cambios importantes en la política económica con el fin de impulsar el crecimiento económico a través del sector externo. Sin embargo, con esta política se ha frenado la actividad económica: en la década de los ochenta el indicador fue de 2.29 por ciento; en los noventa de 3.71 por ciento y de 2010 a 2017 la tasa de crecimiento promedio anual del PIB fue de 3.10 por ciento. Del período analizado, la tasa de crecimiento económico más alta fue de 11,9 % en 1964 y los niveles más bajos corresponden a las crisis de 1982 (-0.62 %), 1995 (-6.29%) y 2009 (-5.28 %). Por su parte, las expectativas de crecimiento económico para 2018 se ubican entre 2 y 3 %, de acuerdo al Banco de México.

del sector público fue de 716,839 millones de pesos a valor de mercado, mientras que en 2017 se ubicó en un nivel de 6 billones 443 mil 808 millones de pesos, monto superior en 88.87 por ciento respecto del registro de 2000. En términos de la colocación de valores la mayor parte se realiza en Bonos de Desarrollo a tasa fija, por ejemplo en 2017 representaron el 44 por ciento (2 billones 839 mil 372 millones de pesos), mientras que los Udibonos el 23 por ciento (un billón 458 mil 799 millones de pesos), los Bondes el 20 % (1 billón 261 mil 072 millones de pesos) y los Cetes el 14 por ciento (884,563 millones de pesos).

Cuadro 3 México: colocación de deuda interna del sector público a través de valores según tipo de instrumento (estructura porcentual %), 2000-2017

	Total (%) a/	CETES a/	BONDES b/	UDIBONOS a/	Bonos a tasa fija a/	Otros valores c/
2000	100	24	59	12	5	0
2001	100	26	46	12	16	0
2002	100	23	39	11	27	0
2003	100	21	35	9	35	0
2004	100	23	29	8	39	0
2005	100	24	23	8	45	0
2006	88	20	12	10	46	0
2007	93	17	17	12	47	0
2008	97	16	18	15	49	0
2009	99	19	17	17	47	0
2010	100	18	13	18	51	0
2011	100	18	18	18	46	0
2012	100	17	19	19	44	0
2013	100	18	21	18	43	0
2014	100	17	20	19	44	0
2015	100	14	20	20	46	0
2016	100	13	19	22	46	0
2017	100	14	20	23	44	0

Fuente: elaboración propia con datos del Banco de Información Económica (BIE) del INEGI.

Notas:

a/ La circulación total incluye los títulos a cargo del Gobierno Federal y los valores colocados con propósitos de regulación monetaria. La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

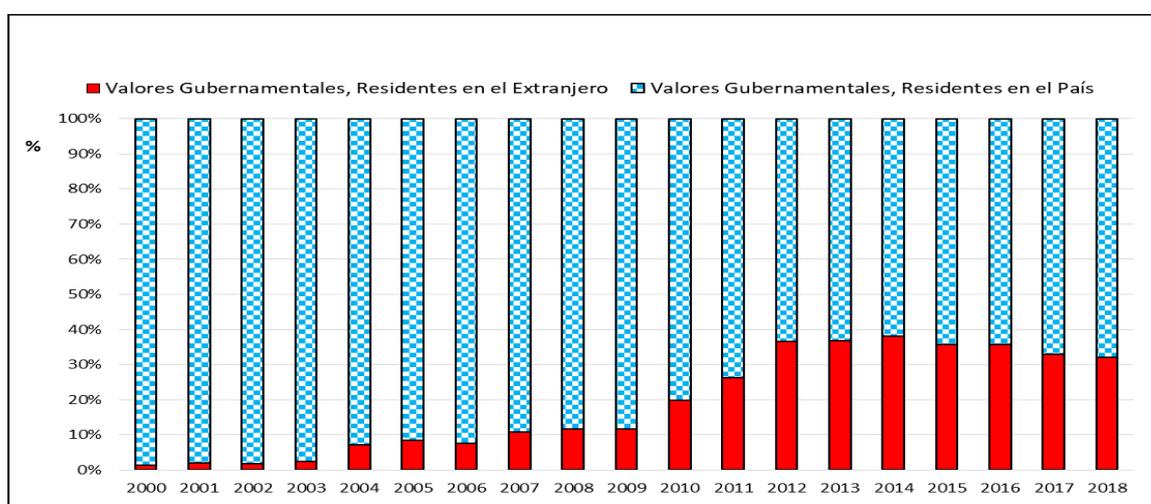
b/ La circulación total incluye los títulos a cargo del Gobierno Federal y los valores colocados con propósitos de regulación monetaria. La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo. A partir del año 2006, se incluye la suma de Bonos de desarrollo y Bondes-D.

c/ La circulación total incluye los títulos a cargo del Gobierno Federal y los valores colocados con propósitos de regulación monetaria. La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo. Incluye títulos que gradualmente han dejado de colocarse, como son:

Bonos de Deuda Pública, Petrobonos, Bonos de Indemnización Bancaria, Pagafes, Bonos de Reconstrucción Urbana, Tesobonos y Ajustabonos.

La gráfica 7 ilustra que con posterioridad a la crisis financiera mundial de 2009 hay un ascenso importante en la tenencia de valores gubernamentales en manos de los residentes en el extranjero, en 2009 representaba el 11.63 por ciento, en 2014 había ascendido a 30 por ciento y para julio de 2018 se ubica en 32.14 %.

Gráfica 7 México: valores gubernamentales de Residentes en el país y Residentes en el extranjero: 2000-2018 julio (%)



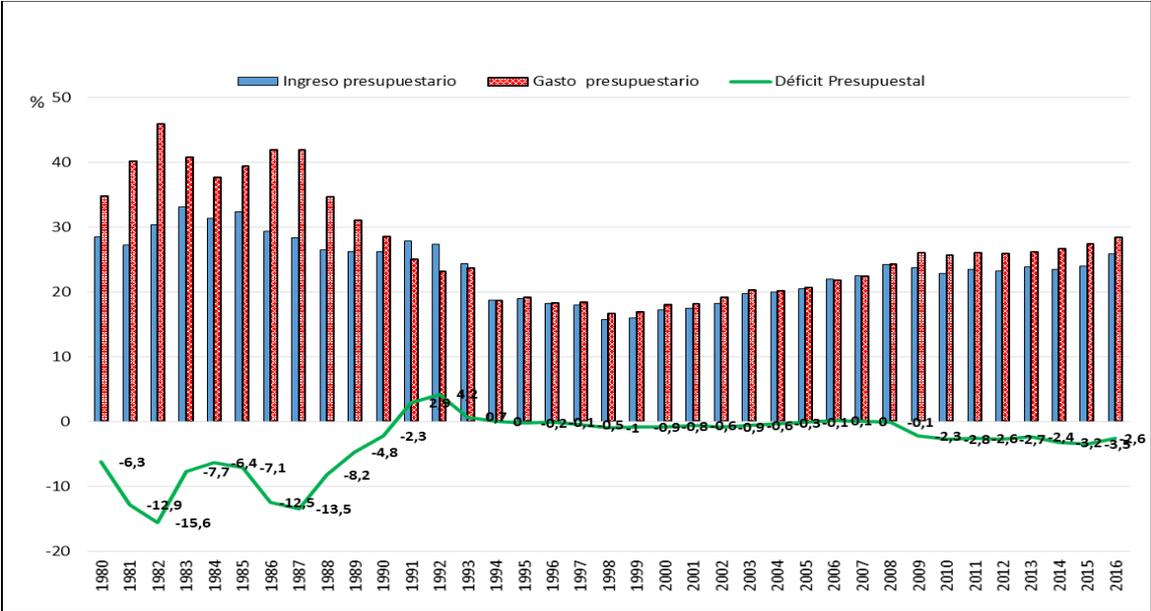
Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México.

La gráfica 8 muestra los ingresos y gastos presupuestales como porcentaje del PIB, destacan los elevados montos de déficit fiscal en la década de los ochenta, cuando el país se enfrenta a la crisis de la deuda externa. Posteriormente, con el cambio de orientación de la política económica hacia el sector externo, se empiezan a aplicar en la política fiscal los principios establecidos por las instituciones financieras internacionales: austeridad presupuestal y equilibrio fiscal. De acuerdo con el FMI y el Banco Mundial, se recomienda a los países tener un déficit fiscal bajo y estable, no más de 3% respecto del PIB., así como un nivel de deuda controlable, no mayor a 60% del PIB (Díaz Ceballos, 2015).

Por otro lado, el gasto público del Gobierno Federal está limitado por los ingresos (tributarios y no tributarios), que en su mayor parte provienen de la recaudación de impuestos. Sin embargo, un problema estructural que enfrenta la

economía mexicana es el bajo nivel de recaudación impositiva como porcentaje del PIB. El país ha logrado aumentar su nivel de recaudación en los últimos años, por ejemplo, de acuerdo a datos del INEGI, en 2014 fue de 10.7 por ciento, mientras que en 2016 y 2017 alcanzó niveles de alrededor de 14.4 y 13 % como porcentaje del PIB. A pesar de los logros alcanzados, el alza es insuficiente, lo que coloca a México entre los países con menor recaudación impositiva, mientras que de acuerdo con la OCDE, economías como Italia, Suecia, Austria, Finlandia, Bélgica, Francia y Dinamarca, son los que tienen los mayores niveles, al ubicarse la recaudación de impuestos como porcentaje del PIB por arriba del 40 %.

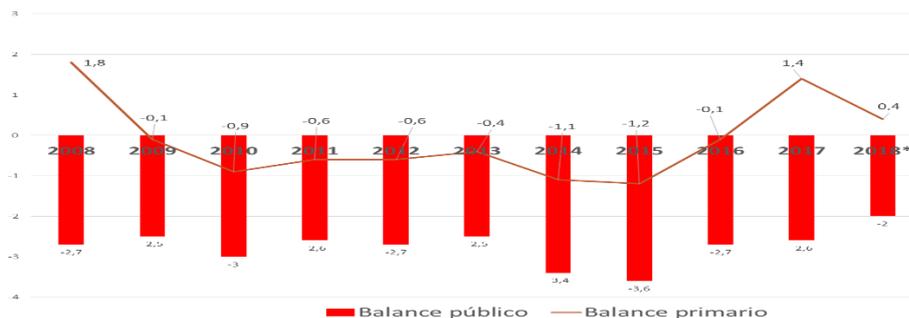
Gráfica 8 México, ingresos y gastos presupuestales como porcentaje del PIB: 1980-2016



Fuente: Elaborado con datos de INEGI. Sistema de Cuentas Nacionales de México.

En la gráfica 9 se observa el comportamiento del balance público y el balance primario; el balance primario es igual a la diferencia entre los ingresos y gastos totales del sector público, excluyendo el pago de intereses. Por su parte, el balance público si incluye el pago de intereses por concepto de la acumulación de la deuda, por lo cual el déficit es más acentuado.

Gráfica 9 México: finanzas públicas como porcentaje del PIB (2008-2018)

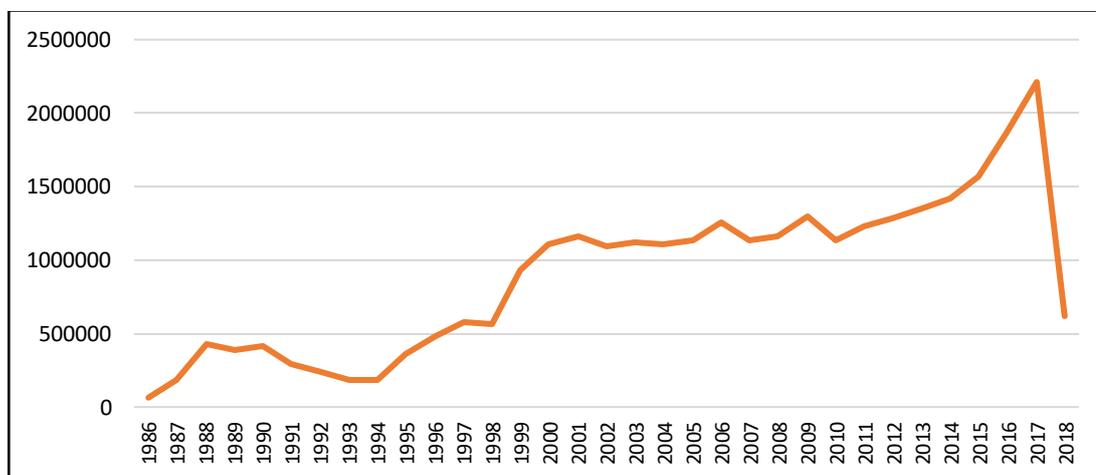


Fuente: Elaborado con datos de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Por otro lado, asociado con el aumento de la deuda pública como porcentaje del PIB, también se ha incrementado el costo financiero de la deuda, como se observa en la gráfica 10, El costo financiero, de acuerdo a INEGI, incluye el pago de intereses, comisiones y gastos de la deuda pública, las erogaciones para programas de saneamiento financiero y las erogaciones para los programas de apoyo a ahorradores y deudores de la banca.²²

Gráfica 10 México: costo financiero, 1986-2018 (junio)

(Cifras en millones de pesos)



Nota: el dato de 2018 incluye hasta el primer semestre del año.

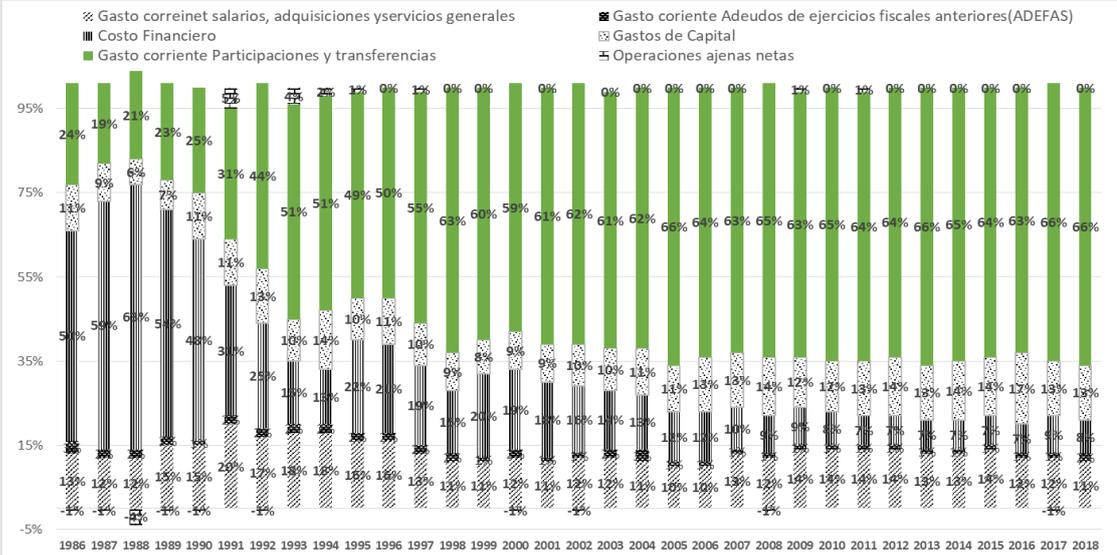
Fuente: Elaborado con datos de INEGI.

La gráfica 11 muestra el desglose del gasto presupuestal del Gobierno Federal, de aquí es de subrayar que la mayor parte es gasto corriente y que el gasto de capital es muy reducido, de lo cual se deduce que el endeudamiento que se hace con fines de estabilización no contribuye a impulsar el crecimiento

²² En 2018 se observa una caída, pero esto sólo se debe a que se está midiendo únicamente el primer semestre.

económico. Como se muestra, el “Gasto corriente Participaciones y transferencias” se ha incrementado casi al triple del porcentaje inicial observado en 1986 con respecto a lo que se observa en 2018, al pasar del 24 % al 66 por ciento. Por otro lado, es obvio que el “Costo Financiero” en la década de los ochenta es mucho mayor a lo que se observa en la actualidad, pasa de 50 % en 1986 al 8 por ciento en 2018 del Gasto presupuestal del gobierno federal total. Para los demás gastos no se observan grandes cambios, ya que los valores porcentuales rondan alrededor del 2 % o menos.

Gráfica 11 México: Gastos presupuestal del Gobierno Federal, 1986-2018 (junio)



Fuente: Elaborado con datos de INEGI.

E. Conclusiones

La profundidad de la Gran Recesión, junto con el límite cero de la tasa de interés, llevó a los bancos centrales de los países desarrollados a realizar compras de bonos a gran escala para hacer la política monetaria más acomodaticia. La mayor liquidez a nivel mundial promueve la especulación financiera en los mercados de economías emergentes como México, donde el diferencial de tasas de interés hace atractiva la entrada de inversión extranjera de corto plazo al mercado financiero, lo que contribuye a la estabilidad monetaria, pero genera un aumento en la deuda neta del sector público en relación al producto interno bruto, presionando las cuentas públicas al aumentar el costo financiero de la deuda.

En la política de metas de inflación que se aplica en México, se utilizan tanto la tasa de interés como el tipo de cambio para lograr la estabilidad de precios. Adicionalmente, la deuda pública, que es un instrumento de la política fiscal, también se usa con fines de regulación monetaria, ya que a través de las operaciones de mercado abierto (compra o venta de títulos), el banco central puede aumentar o reducir la cantidad de dinero en circulación con el fin de mantener el nivel de la tasa de interés.

El ascenso en la deuda pública asociado a la regulación monetaria, contribuye a la estabilidad de precios, pero no promueve el crecimiento económico, ya que la mayor parte del gasto del sector público es gasto corriente, no de capital; por lo tanto, es prioritario promover el gasto en infraestructura para impulsar el crecimiento y el gasto social para incidir en el bienestar de la sociedad. Si el gasto público se orienta de manera adecuada, la generación de ingresos asociada al crecimiento económico serviría para hacer frente tanto al costo financiero de la deuda como a los pagos de capital, haciendo un uso eficiente de los recursos. Por lo tanto, el Banco de México debería de tener un doble mandato, es decir, preocuparse tanto de la estabilidad de precios como del crecimiento económico.

“En 2013, la Reforma Social y Hacendaria modificó la regla de presupuesto equilibrado vigente desde 2006 cuando se aprobó la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria, que consideraba únicamente la posibilidad de excepciones en situaciones de reducción de la actividad económica, para reemplazarla por otra de balance estructural mediante el establecimiento de metas anuales de los RFSP de acuerdo a una trayectoria de deuda sostenible. Para Lomelí (2015), esta regla abre la posibilidad de instrumentar una política anticíclica, donde lo idóneo sería acompañar esta medida con una reforma a la Ley Orgánica del Banco de México, para definir un segundo mandato a la política monetaria: la búsqueda del crecimiento económico”.²³

La controversia sobre lo que el banco central puede o no puede hacer se ha agudizado en los últimos años a raíz de la crisis financiera, Gill Marcus (2016) señala que la distinción entre política fiscal y monetaria se ha difuminado como resultado de ello, y la independencia del banco central se ve cada vez más

²³ Castro Hernández, Carlos Fernando (2018), ¿Por qué del lento crecimiento de la economía mexicana? (2018), Tesis Doctoral UAM, pp. 110-111.

presionada. Marcus reconoce que no hay soluciones fáciles para este problema, ya que un regreso al mandato de inflación más estrecho también puede socavar la credibilidad de los bancos centrales. En el caso de la economía mexicana Mántey (2016: 29) plantea que la ley orgánica del Banco de México le confiere una autonomía asimétrica, pues limita el crédito que puede dar al gobierno federal, pero no establece restricciones al apoyo fiscal que recibe. Desde principios de la década de los noventa, el crédito neto del Banxico al gobierno federal ha sido negativo, porque los depósitos del gobierno exceden al crédito que el banco le otorga a través de la cuenta de Tesorería; y las colocaciones de valores para la regulación monetaria han ido en aumento, lo que genera un costo financiero que se carga al erario público.

En la medida que aumenta el nivel de deuda a PIB, la economía se hace más vulnerable, ya que disminuye el margen de acción de la política fiscal para hacer frente a una desaceleración en la actividad económica. Además, se hace más frágil a un endurecimiento repentino de las condiciones de financiamiento en los mercados financieros globales, lo que podría afectar el acceso al mercado e impactar negativamente al país.

A nivel internacional también existe una preocupación sobre la necesidad de recuperar el papel de la política fiscal en el futuro, en el libro coordinado por Blanchard *et al* (2016) se recomiendan medidas como las siguientes: 1) La política fiscal debe ser contracíclica, por ejemplo, hacer deducciones de impuesto automáticas durante las recesiones. 2) Aumentar la inversión en infraestructura pública. 3) La economía debe crecer en mayor medida que la tasa de crecimiento de la deuda con el fin de evitar presiones fiscales.

Finalmente, algunas de las recomendaciones del FMI (2018) apuntan en el mismo sentido: i) Ampliar la base gravable con el fin de aumentar los ingresos públicos, racionalizar el gasto y mejorar su eficiencia. ii) Implementar políticas para apoyar el crecimiento inclusivo (para evitar la desigualdad excesiva) en el mediano plazo, promoviendo el capital humano y en infraestructura. iii) Aumentar la productividad.

F. Referencias

Barro, R. J. (1974), "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy*, 82(6), pp. 1095-1117.

Blanchard Olivier, Raghuram Rajan, Kenneth Rogoff y Lawrence H. Summers (2016), *Progress and Confusion. The State of Macroeconomic Policy*, International Monetary Fund and Massachusetts Institute of Technology, United States of America.

Blecker, Robert A. (2011), "Más allá de la crisis actual en México: cómo fomentar más estabilidad a corto plazo y mayor crecimiento a largo plazo", pp. 65 a 100, en Perrotini Hernández, Ignacio, Blanca Avendaño Vargas y Juan Alberto Vázquez Muñoz, editores, *Estructura económica y estrategias de crecimiento para América Latina con especial énfasis para México*, Benemérita Universidad Autónoma de Puebla, México.

Bofinger, Peter y Timo Wollmershäuser. (2001). "Managed floating: Understanding the new international monetary order". *Würzburg Economic Paper*, No. 30.

Calvo Guillermo y Carmen Reinhart (2002), "Fear of floating", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117 (2), pp.379-408.

Diaz Ceballos, A. (2015), "Crisis de la zona euro: fallas estructurales y políticas de austeridad". *Economía UNAM*, 11(32), 45-68, México.

Centro de Estudios de las Finanzas Públicas (CEFP), (2016), *Análisis y evolución de la deuda pública*, Cámara de Diputados, México, pp. 1-30.

De Margerie, Guilles y Hubert De Vauplane (2015), "A defective default: Keys to understanding the sovereign debt crisis-part 2", *Law and Financial Markets Review*, Volume 6, 2012, Issue 3, pp. 171-175.

Fisher Irving (1933), "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, 1, pp. 337-357.

Fondo Monetario Internacional (2017), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. <https://www.imf.org/~media/Files/.../areaer-2017-overview.ashx>

_____ (2018a) Informe sobre la estabilidad financiera mundial, 5 de abril de 2018. <https://www.imf.org/es/Publications/.../global-financial-stability-report-october-2017>

_____ (2018b), Fiscal Monitor: Taking Advantage of Good Times. <http://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2018/04/06/fiscal-monitor-april-2018>.

Hansen, Alvin (1949), Teoría monetaria y política fiscal, Fondo de Cultura Económica, México, 1954.

Hicks, J.R., (1937), “Keynes y los clásicos: una posible interpretación” en M.G. Muller (coomp.), Lecturas de macroeconomía, CECOSA, México, 1979, pp. 143-152.

Hugheas Hallett, Andrew y Juan Carlos Martínez Oliva (2015), “The importance of trade and capital imbalances in the European debt crisis”, *Journal of Policy Modeling*, Volume 37, Issue 2, March-April, pp. 229-252.

Hodgson, Ellen (2015), Telaraña de deuda. Traducción de Andrés Celis, Ed. Almuzara, España.

Keynes, J. M. (1936), Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, editado en español, FCE, México, 1984.

Lasa, Alcides José (1997), Deuda, inflación y déficit. Una perspectiva macroeconómica de la política fiscal, UAM Iztapalapa, México.

León, León, Josefina (2012), “Reflexiones críticas sobre el mecanismo de transmisión de la política monetaria del Banco de México”, en Chapoy, Alma y Patricia Rodríguez (coordinadoras), Tras la crisis, políticas públicas a favor del crecimiento económico, Colección de libros Problemas del Desarrollo, IIEC, UNAM, México.

López González, Teresa y Eufemia Basilio Morales (2013), “Políticas de deuda pública para la estabilidad financiera en México”, 209-227, pp. 185-208, en

Mántey Bastón, Guadalupe y Teresa López González (coordinadoras), La nueva macroeconomía global, FES, Acatlán, UNAM, México.

Lerner, A. P. (1944), The Economics of Control: Principles of Welfare Economics, Macmillan.

Mankiw, Gregory (2014), Macroeconomía, Antoni Bosch, 8a. edición, España.

Mántey Bastón, Guadalupe (2016), "Transparencia en la política de banca central y gestión de la deuda pública interna en México", pp. 15-34, en Arias Guzmán, Ericka y Felipe Cruz Díaz (coordinadores), Financiamiento del desarrollo en economías abiertas con mercados bancarios imperfectos, Facultad de Estudios Superiores, Acatlán, UNAM.

McLeay, Michael, Amar Radia y Thomas Ryland (2014), "Money in the Modern Economy: An Introduction" y "Money Creation in the Modern Economy", *Bank of England Quarterly Bulletin*, vol. LIV (I), bankofengland.co.uk

Marcus, Gill (2016), "Remarks on the future of Monetary Policy", pp. 155-164, en Blanchard Olivier, Raghuram Rajan, Kenneth Rogoff y Lawrence H. Summers (2016), Progress and Confusion. The State of Macroeconomic Policy, International Monetary Fund and Massachusetts Institute of Technology, United States of America.

Minsky, Hyman P. (1975), Las razones de Keynes, Fondo de Cultura Económica, editado en español, 1987, México.

_____ (1982), "The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy". Hyman P. Minsky Archive. Paper 282. http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/282

Mishkin, Frederic (2000), "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", NBER, *Working Paper Series*, 7618 <http://www.nber.org/papers/w7618>

Montiel, Peter J. (2005), "Public debt management and macroeconomic stability: an overview", *The World Bank Research Observer*, Volume 20, Issue 2, pp. 259–281.

Ortiz Palacios, Luis Ángel (2016), "El mercado de deuda pública interna en México: estabilidad monetaria y deterioro de las finanzas públicas", pp.137 a 176, en Arias Guzmán, Ericka y Felipe Cruz Díaz (coordinadores), *Financiamiento del desarrollo en economías abiertas con mercados bancarios imperfectos*, FES, Acatlán, UNAM, México.

_____ (2013), "La deuda pública interna como mecanismo de estabilización monetaria en México", 209-227, en Mántey Bastón, Guadalupe y Teresa López González (coordinadoras), *La nueva macroeconomía global*, FES, Acatlán, UNAM, México.

Poghosyan, Tigran (2018), "How do financial cycles affect public debt cycles?", *Empirical Economics*, Volume 54, Issue 2, pp. 425-460.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff (2011), "From Financial Crash to Debt Crisis." *American Economic Review*, 101 (5): 1676-1706.

Reyes Guzmán, Gerardo y Carlos Moslares García (2010), "La Unión Europea en crisis: 2008-2009", *Problemas del Desarrollo*, vol. 41, número 161, abr./jun., México.

Snowdon Brian and Howard R. Vane (2005), *Modern Macroeconomics Its Origins, Development and Current State*, Edward Elgar, Great Britain.

_____ (2002), *An Encyclopedia of Macroeconomics*, Edward Elgar, Great Britain.

Taylor, John B. (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, pp. 195-214.

Woo Jaejoon y Manmohan S. Kumar (2015), "Public Debt and Growth",
Economica, Volume 82, Issue 328, pp. 705-739.