

Asimetrías

Económicas y Financieras de la Globalización

**Teresa López
Luis Ángel Ortiz**
(Coordinadores)



**Retos y oportunidades
para los Países en Desarrollo**





UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

Dr. Enrique Luis Graue Wiechers

Rector

Dr. Leonardo Lomelí Vanegas

Secretario General

FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ACATLÁN

Dr. Manuel Martínez Justo

Director

Mtra. Nora del Consuelo Goris Mayans

Secretaria General Académica

Lic. José Rodrigo Zenteno Gaeta

Secretario de Estudios Profesionales

Mtro. Fernando Martínez Ramírez

Coordinador de Servicios Académicos

Mtra. María Elena López Montero

Jefa de la División de Ciencias Socioeconómicas

Lic. Samuel Rivero Morales

Jefe del Programa de Economía

DIRECCIÓN GENERAL DE ASUNTOS DEL PERSONAL ACADÉMICO

Dr. Carlos Arámburo de la Hoz

Director General de la DGAPA

Dra. Claudia Cristina Mendoza Rosales

Directora de Desarrollo Académico

Asimetrías Económicas y Financieras de la Globalización

Retos y Oportunidades para los Países en Desarrollo

Teresa López y Luis Ángel Ortiz
(Coordinadores)



ASIMETRÍAS ECONÓMICAS Y FINANCIERAS DE LA GLOBALIZACIÓN
RETOS Y OPORTUNIDADES PARA LOS PAÍSES EN DESARROLLO

Primera edición: diciembre de 2017

- © Luis Ángel Ortiz
Teresa López
- © Universidad Nacional Autónoma de México
- © Facultad de Estudios Superiores Acatlán
- © Dirección General de Asuntos del Personal Académico

Prohibida la reproducción parcial o total de esta obra
sin el consentimiento escrito de la UNAM.

ISBN: 978-607-30-0070-3

Impreso en México / Printed in Mexico

Diseño de portada: Elia Pérez Neri

Diseño y formación de interiores: Elia Pérez Neri

Índice

Introducción	9
PRIMERA PARTE	27
LIBERALIZACIÓN COMERCIAL, TIPO DE CAMBIO REAL Y DESEQUILIBRIOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS	
Desindustrialización prematura y tipo de cambio real: Mitos, realidades y desafíos para las economías emergentes <i>Guadalupe Mántey</i>	29
Liberalización comercial, exportaciones de manufacturas y crecimiento económico en México <i>Teresa López G. y Eufemia Basilio M.</i>	61
Liberalización comercial, tipo de cambio real y déficit comercial en México <i>Luis Ángel Ortiz Palacios</i>	93
Los nuevos desequilibrios financieros y productivos y los desafíos de los países en desarrollo. El caso de México <i>Noemí Levy</i>	127
SEGUNDA PARTE	153
POLÍTICA FISCAL PROCÍCLICA, CRECIMIENTO ECONÓMICO Y DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO	
Acumulación de capital y distribución funcional del ingreso en México: 1970-2012 <i>Marco Antonio López, Ignacio Perrotini y Blanca Lilia Avendaño</i>	155
La política fiscal y la no redistribución del ingreso en México: impactos sobre el crecimiento económico <i>Mildred Espíndola y César A. Salazar</i>	183

Política fiscal procíclica en América Latina. Los casos de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú <i>Eufemia Basilio Morales</i>	207
Coordinación de políticas monetaria, cambiaria y fiscal para el crecimiento económico en América Latina <i>Eduardo Rosas Rojas</i>	227
La frustrada coordinación de políticas y cooperación financiera de América del Sur <i>Oscar Ugarteche</i>	247
TERCERA PARTE	267
FINANCIARIZACIÓN Y POLÍTICAS DE INNOVACIÓN Y FINANCIAMIENTO PARA EL CRECIMIENTO ECONÓMICO	
Financiamiento público a la innovación en México <i>Kenia García Cruz y Gabriel Gómez Ochoa</i>	269
Obstáculos al crecimiento de la producción en México <i>José Luis Martínez y Luis E. Hernández</i>	287
Financiarización y relaciones salariales en México <i>Mónica Mimbrera Delgado</i>	303
La relación imposible entre la endogeneidad y la neutralidad del dinero en una economía abierta. El caso mexicano:1993-2015 <i>Jorge Feregrino Feregrino</i>	317

Política fiscal procíclica en América Latina: Los casos de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú

*Eufemia Basilio Morales**

Introducción

Después de un periodo de escasez de capitales externos en América Latina, originada por la crisis de la deuda externa de los años ochenta, la región recuperó el acceso a los mercados financieros internacionales en los primeros años de la década de los noventa. Paralelamente, varios países aplicaron políticas macroeconómicas de ajuste para controlar las presiones inflacionarias y crear las condiciones para reactivar el crecimiento económico. Así mismo, se instrumentaron reformas estructurales, como la liberalización financiera y comercial. Ello contribuyó a recobrar la confianza de los inversionistas extranjeros, lo que se manifestó en el retorno de los flujos de capital externo a la mayoría de los países latinoamericanos durante los años 1990-1993 (CEPAL, 2008). Después de la crisis cambiario-financiera de México, 1994-1995, durante el periodo 1996-2001, la mayoría de los gobiernos latinoamericanos endurecieron sus políticas fiscal y monetaria restrictivas, y adoptaron un régimen cambiario de flotación controlada dentro de una banda acompañada de intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario para contrarrestar los efectos recesivos y las presiones inflacionarias generados por las crisis cambiario-financieras de México y el Sudeste asiático. El logro de la estabilidad macroeconómica y el retorno de los flujos de capital de cartera les permitieron a los bancos centrales adoptar formalmente el régimen de metas de inflación. Este fue el caso en particular de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, cuyos bancos centrales asumieron que el régimen de metas de inflación era la mejor estrategia para alcanzar la estabilidad macroeconómica en el largo plazo.

En el periodo 2004-2008, la tasa de crecimiento anual de la región se ubicó entre 5.67% anual (CEPAL, 2009), crecimiento basado en el aumento de las exportaciones de materias primas, aunado a un incremento de las remesas que se dio como respuesta a una mayor actividad económica en Estados Unidos. Entre 2004

* Investigadora del Instituto de Investigaciones Económicas-UNAM.

y 2007, América Latina experimentó una fase de expansión económica impulsada por los elevados precios internacionales de las materias primas, el dinamismo del comercio internacional, las condiciones favorables de financiamiento y los altos niveles de las remesas hacia la región. A partir de 2008, las economías de América Latina han registrado un bajo e irregular crecimiento económico; el crecimiento promedio para América durante el periodo 2008-2016 fue de 6.16; en cuanto a la inflación, esta representó en promedio 9.58 para el mismo periodo. Si analizamos los países referidos tenemos que el nivel crecimiento individual fue de 3 para Brasil, 3.8 para Chile, 1.8 para México, 6.2 para Perú y de 1.6 para Colombia; en cuanto a la inflación alcanzaron los siguientes niveles Brasil 5.3%, Chile 3.5%, México 4.2%, Perú 3% y Colombia 31.9%. A ello se suma la elevada volatilidad financiera e incertidumbre que generó la crisis financiera internacional de 2008 (CEPAL 2016).

La ralentización del crecimiento económico en la mayoría de las economías de América Latina pone de manifiesto dos aspectos que caracterizan a la economía mundial: en primer lugar, la inestabilidad financiera que generan los flujos de capital de corto plazo, ante la ausencia de mecanismos de control, y la imposibilidad de la política fiscal para actuar contra-cíclicamente, al seguir el modelo de metas de inflación que implica a su vez sujetarse a la consolidación fiscal.

Este capítulo tiene como objetivo analizar la relación existente entre la aplicación de la política fiscal en el marco de la adopción del régimen de metas de inflación en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, y el vínculo entre la operación de dicho régimen y la evolución de la deuda pública interna. Así mismo, se mostrará que el incremento en la emisión de títulos públicos para esterilizar los efectos monetarios que generan los flujos de capital de corto plazo sobre la base monetaria constituye una fuente generadora de inestabilidad endógena debido a los riesgos de tipo de cambio y tasa de interés implícitos en la misma para el periodo 1990-2014. El trabajo está estructurado en cuatro apartados. En el primero se expone la operación del régimen de metas de inflación en las economías en desarrollo y emergentes. En el segundo se analizan los conflictos entre los objetivos de las políticas monetaria y fiscal en el marco de la autonomía del banco central. En el tercero se revisan los efectos contractivos sobre el producto que generan las políticas fiscales pro-cíclicas, que como parte del régimen de metas de inflación se han venido aplicando para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación. Por último, en el cuarto apartado se examina la evolución de la deuda pública interna como resultado de la interacción de las políticas monetaria y fiscal bajo el régimen de metas de inflación.

La política de metas de inflación en las economías en desarrollo

Para 1995 la mayoría de los bancos centrales de América Latina habían obtenido su independencia administrativa, obteniéndola los países que nos ocupan en el siguiente orden; Brasil en 1988, Chile en 1989, Colombia en 1992, Perú en 1993, y México en 1994. Algunos de estos bancos centrales adoptaron una meta fija, como Chile (2-4%), Perú (2.5%±1) y México (3%±1), en tanto otros fijan metas que varían con el tiempo, como es el caso de Brasil (Jácome, 2001). La efectividad y cumplimiento de los objetivos del modelo de metas de inflación ha dependido de la capacidad e independencia efectiva que tenga cada banco central para elegir sus instrumentos y manejar la política monetaria, así como de las características técnicas del régimen de metas de inflación y de la credibilidad de los individuos sobre las medidas de política monetaria que se lleven a cabo.

Entre 1999 y 2005, la mayoría de los países de América Latina transitaron de forma progresiva hacia la adopción completa del régimen de metas de inflación, lo que significó:

- a) Fijar la estabilidad monetaria como objetivo prioritario de la política monetaria;
- b) Definir y fijar una meta o rango para la tasa de inflación, lo que implica adoptar una regla monetaria;
- c) Adoptar un régimen de libre flotación, ya que así pueden contener los efectos de los choques externos; y
- d) Operar la política monetaria a través de la tasa de interés, como único instrumento.

A pesar de que el modelo de metas de inflación implicaba cumplir con cada uno de los preceptos arriba mencionados para operar dicho modelo, ello no ha sido así. En cuanto al establecimiento de la estabilidad monetaria como objetivo prioritario de la política monetaria, la mayoría de los bancos centrales han cumplido con este requisito¹, por asumir que una inflación baja mantiene el valor de sus monedas y, por tanto, la estabilidad en su sistema de pagos. Respecto a la regla monetaria, en general los bancos centrales han aplicado una variante de la Regla de Taylor. En cuanto a la recomendación de adoptar regímenes cambiarios de libre flotación,

¹ Existen algunas excepciones: el Banco Central de Brasil también asumió como objetivo prioritario la estabilidad del sistema financiero; el Banco Central Chile asumió como objetivos prioritarios, además del control de la inflación, el adecuado funcionamiento del sistema de pagos internos y externos.

la misma no ha sido adoptada por los bancos centrales latinoamericanos; por el contrario, se ha continuado con la política de anclaje del tipo de cambio nominal (Stone y Bhundia, 2004; Frenkel, Selody y Lema, 2009). Ello se debe a que las economías de América Latina presentan una alta dependencia tecnológica y una elevada dolarización de pasivos, lo que complica la operación del régimen de metas de inflación bajo un tipo de cambio de libre flotación, motivo por el cual tienen que trabajar con tipo de cambio anclado.

En general, la mayoría de los bancos centrales de América Latina han adoptado regímenes cambiarios de flotación controlada basados en el establecimiento previo de un objetivo o una franja de flotación para el tipo de cambio nominal. De esta forma, se evita que los ajustes en el tipo de cambio real impacten en el nivel de precios y, por tanto, se asegura el cumplimiento de la meta de inflación (Acosta *et al.*, 2009). Finalmente, la tasa de interés tampoco ha sido el único instrumento intermedio de la política monetaria. Evidencia empírica muestra que los bancos centrales no pueden influir directamente en el tipo de cambio porque los diferenciales de tasas de interés solo explican una pequeña parte de las variaciones de estos² (Hüfner, 2004).

La reacción del tipo de cambio a los choques externos en las economías en desarrollo

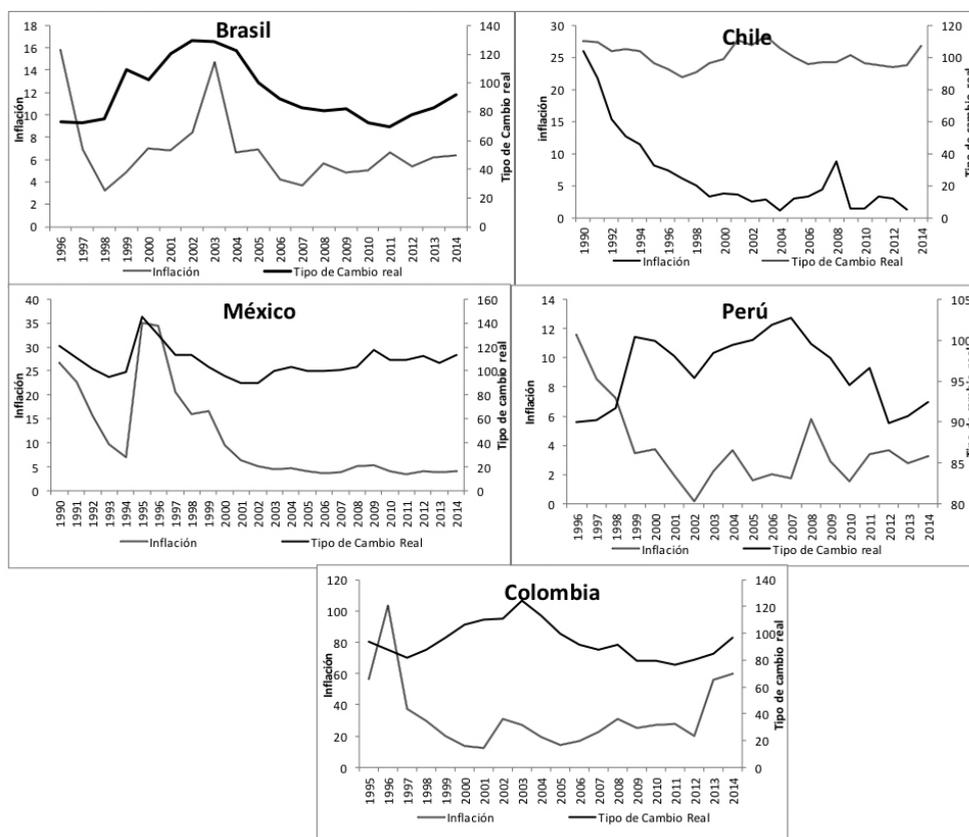
La existencia de una elevada acumulación de reservas internacionales y la realización de intervenciones en el mercado cambiario demostraban lo contrario; es decir, que el tipo de cambio seguía cumpliendo el papel de ancla de la política monetaria, a pesar de que ello generaba fuertes variaciones en el nivel del producto (Ball, 2000) y la apreciación del tipo de cambio real.³

² En el caso de los países con moneda de reserva, sus bancos centrales pueden asegurar la estabilidad financiera mediante operaciones de mercado abierto; pero, en el caso de los países en desarrollo cuya moneda es débil, ello no es posible debido a que sus tipos de cambio no dependen de la liquidez de sus mercados financieros sino del saldo de su balanza comercial y de los flujos de capital externo. Y, estos factores no pueden ser determinados por sus bancos centrales debido al bajo desarrollo de sus mercados financieros y al desequilibrio estructural de su balanza comercial (Toporowski, 2005).

³ Algunos factores que impiden a los bancos centrales de las mencionadas economías adoptar regímenes cambiarios de libre flotación son la dolarización de sus pasivos y la contracción del crédito externo que generalmente se presenta después de una devaluación de la moneda doméstica, por la sobre-reacción del tipo de cambio. La dolarización de pasivos de los sectores público y privado obliga a los bancos centrales de las economías en desarrollo a evitar fluctuaciones del tipo de cambio nominal porque una devaluación de su moneda eleva el valor de la deuda pública y privada en moneda extranjera.

La gráfica 1 muestra la inflación y el tipo de cambio real para dichas economías; podemos observar que en Brasil desde 2002, Colombia desde 1992, y México después de la crisis de 1994–1995 el control de la inflación ha estado acompañada de la persistente apreciación de sus monedas. En Chile la inflación ha tenido un comportamiento diferente, es probable que ello se deba a que el traspaso de la inflación a través del tipo de cambio sea menos alto que para las otras economías. A lo largo del periodo 1990–2014, se pueden distinguir cuatro periodos en los cuales

Gráfica 1
Inflación y tipo de cambio real



Elaboración propia con datos de los bancos centrales de los cinco países.

la reducción de la inflación ha estado acompañada de la apreciación de su moneda: 1990-1997, 1998-2003, finales de 2008 y principios de 2009 y 2012. En el caso de Perú, dada su elevada dolarización de pasivos, se ha evitado mantener un elevado índice de apreciación del su tipo de cambio real con el propósito de reducir el riesgo de tipo de cambio. A partir del año 2000, Brasil y Chile han disminuido gradualmente el margen de apreciación del tipo de cambio real, aunque Brasil dejó que este nivel se elevara desde 2005. Colombia disminuyó su margen de apreciación a partir de 2003, y en 2011 volvió a elevarse ante las presiones inflacionarias. Por su parte, Chile ha sido más riguroso en mantener un bajo nivel de apreciación de su moneda; no obstante, a partir de 2009 dicho margen se ha incrementado. Cabe mencionar que Brasil y Chile establecieron impuestos a los flujos de capitales y, en el caso de Chile, además se han impuesto condiciones de permanencia en el país por un determinado tiempo. En el caso de México, el banco central ha operado el régimen de metas de inflación de forma muy estricta para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación fijada en $3 \pm 1\%$. A excepción de los años 1995-1999, el tipo de cambio real se ha mantenido apreciado, y este nivel se eleva a partir de 2008 (ver Gráfica 2).

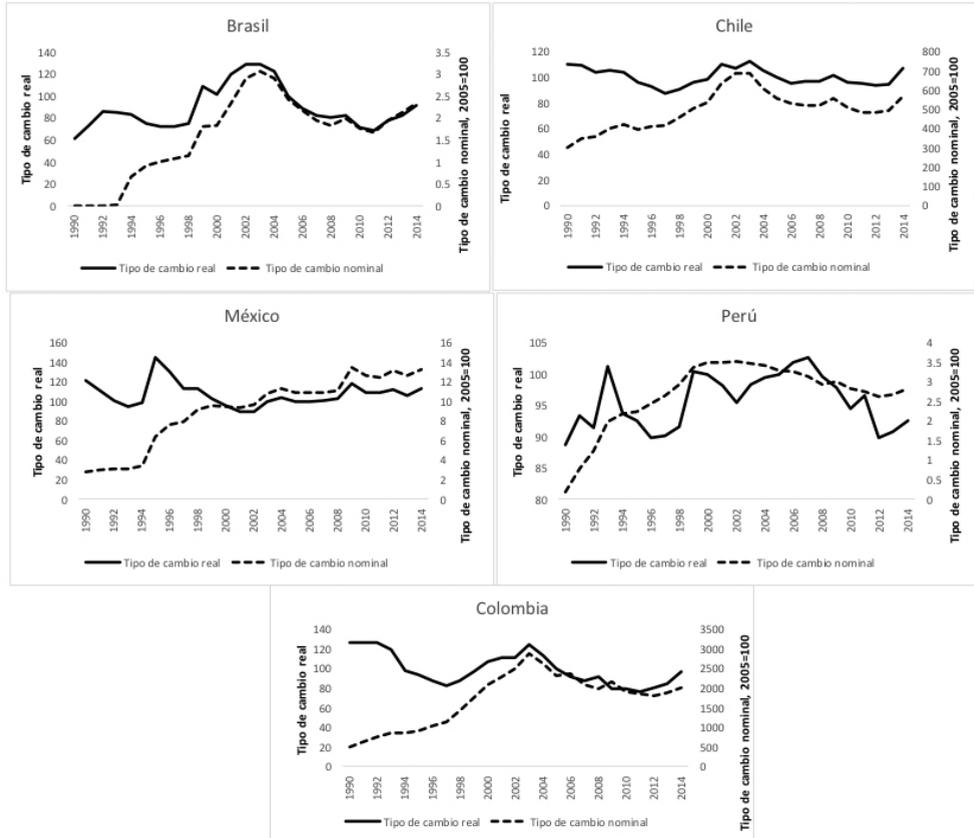
El caso de Perú es especial, ya que por ser una economía pequeña y con una alta dolarización de pasivos ha evitado la apreciación del tipo de cambio real, la excepción fueron los años 1995-1999, 2000-2003 y 2009-2013. Debe señalarse que México y Perú no aplican controles directos (impuesto) o indirectos (plazos de permanencia) a los flujos de capital externo.

La viabilidad y “éxito” del régimen de metas de inflación en las cinco economías latinoamericanas que aquí se analizan, ha dependido de la estabilidad del tipo de cambio nominal, la que a su vez está determinada por el manejo independiente de las intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario y el mantenimiento de altos diferenciales de tasas de interés, esto último para asegurar la sobre-oferta de divisas.

La autonomía del banco central y los objetivos de política monetaria y fiscal

De acuerdo con el esquema de metas de inflación, el equilibrio fiscal y la independencia del banco central son condiciones necesarias para estabilizar los precios; sin embargo, las medidas e instrumentos adoptados por estos en el ejercicio de su autonomía, genera fuertes contracciones en el nivel del producto y elevadas tasas de desempleo. Al respecto, la acumulación de reservas internacionales y la reducción del crédito interno neto que el banco central concede al gobierno y a la banca privada se han convertido en el principal mecanismo de estabilización de la base

Gráfica 2
Tipo de cambio nominal y tipo de cambio real

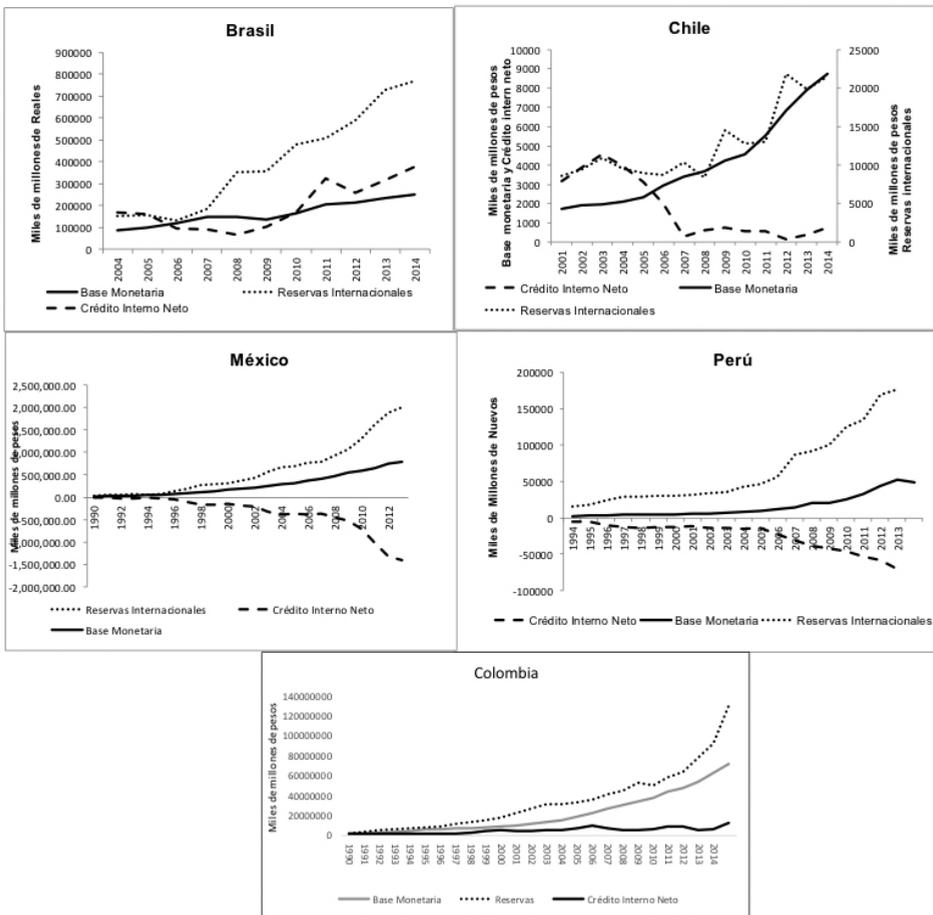


Fuente: Elaboración propia con datos de los bancos centrales de los cinco países.

monetaria en las economías desarrollados y emergentes en general, y de las latinoamericanas en particular. Sin embargo, esta estrategia ha evitado la apreciación del tipo de cambio real; de ahí que se reproduzca la necesidad de mantener elevados diferenciales de tasas de interés para atraer flujos de capitales.

En la gráfica 3 observamos que Brasil, Chile, México, Colombia y Perú han mantenido durante los últimos quince años, la estrategia de acumulación de reservas internacionales que se instrumentó desde que sus bancos centrales adoptaron el régimen de metas de inflación en la década de los noventa. Así, a medida que estas se elevan, se reduce el crédito interno neto que la autoridad monetaria otorga al gobierno y a la banca privada, para mantener estable la base monetaria; asegurando con esto el cumplimiento de la meta de inflación.

Gráfica 3
Acumulación de reservas internacionales y crédito interno



Fuente: Elaboración propia con datos de los bancos centrales de los cinco países.

Política fiscal procíclica y crecimiento económico en América Latina

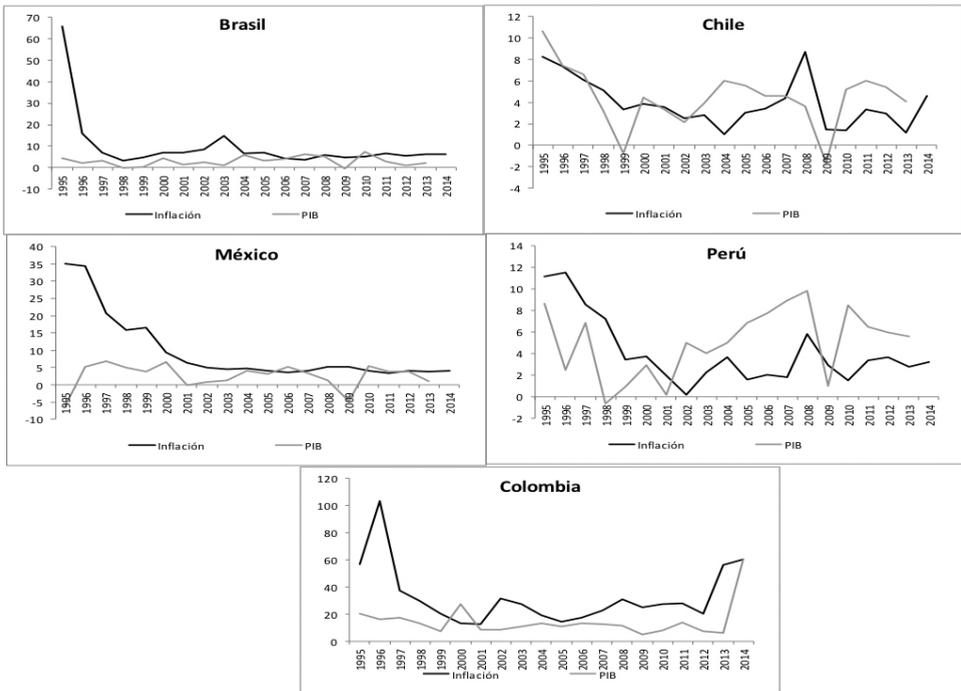
Después de las crisis asiática y rusa de 1997-1998, las economías latinoamericanas registraron una ligera recuperación a principios de 1999 y mediados de 2001, originada por el efecto positivo que generó la reactivación de las economías asiáticas y europeas en la economía mundial. El aumento de los flujos comerciales a nivel mundial, en particular la demanda de exportaciones latinoamericanas, generaron un incremento en los precios de los productos básicos y materias primas que se reflejó en una mejora en los términos de intercambio para la mayoría de las economías latinoamericanas.

A mediados de 2001, el crecimiento de la economía mundial mostraba signos de desaceleración, mismos que se profundizan por la incertidumbre que generaron los sucesos de septiembre de 2001 en Estados Unidos. A la caída de los índices bursátiles, le siguió la contracción del comercio internacional y la caída de los precios de las materias primas, con el consecuente deterioro de los términos de intercambio, en particular en el caso de las economías no petroleras de América Latina. El efecto negativo de la coyuntura internacional se propagó tanto al sector exportador como a los sectores productivos vinculados a la demanda interna. A ello se sumaron los acontecimientos que se registraron en esos años en la región, como la crisis financiera en Argentina (2001), con fuertes repercusiones para Uruguay, Brasil y Chile, la crisis energética en Brasil (2001) y el conflicto político surgido en Venezuela (2002).

En el periodo 2003-2007, los países analizados mejoraron sus tasas de crecimiento del producto interno bruto per cápita, siendo en promedio de 4.5%. En 2006-2007, la tasa de crecimiento del producto per cápita, en promedio para América Latina y el Caribe, fue de 5.7%, muy superior a la registrada en 2001-2002, que fue de 0.36 y -0.37 respectivamente. Durante este periodo, el conjunto de países logró reducir el déficit fiscal, como proporción del PIB, llegando en promedio a 3.3%. Incluso, se presentaron casos de superávits fiscales. Si bien el control de la inflación y el bajo déficit público jugaron un papel importante en el crecimiento de las economías latinoamericanas en 2003, la reactivación de la economía mundial fue determinante para que aquél se mantuviera hasta principios de 2008. Bajo el ascenso de las economías de China y la India y el crecimiento de las economías desarrolladas, el producto mundial creció a una tasa del 5 por ciento, en promedio anual, durante los años 2004-2007 (CEPAL, 2009). Los precios del petróleo y materias primas registraron niveles extraordinarios, lo que favoreció a las economías exportadoras en general, y a las latinoamericanas en particular; en el caso de estas últimas, el crecimiento económico de los años 2003-2008 descansó principalmente en el sector exportador de petróleo, materias primas y *commodities*, que fue el caso de Brasil, Chile y México, tres de las economías más grandes de América Latina. Desde

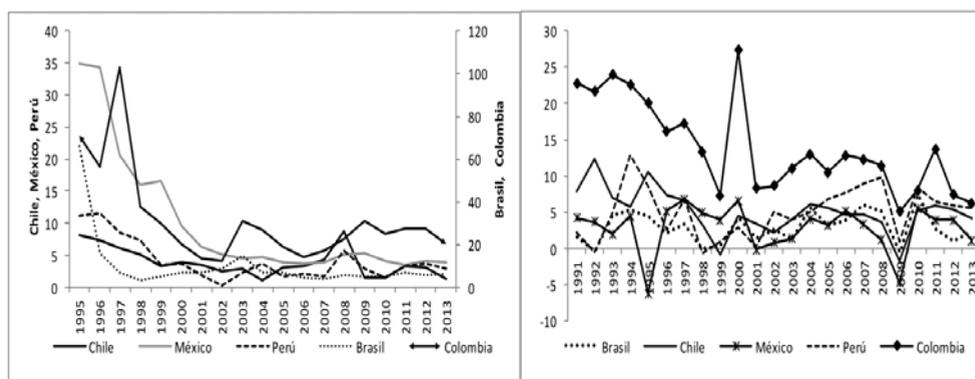
finales del 2002, los bancos centrales de Brasil y México han sido muy estrictos para mantener la tasa de inflación dentro del objetivo fijado, pero ello ha implicado un menor crecimiento del producto. Por su parte, Chile, Colombia y Perú han enfrentado problemas para controlar la inflación, ello se debe a que ambas economías han instrumentado medidas fiscales contra-cíclica, y sus bancos centrales han aplicado de forma más flexible el régimen de metas de inflación. El comportamiento irregular de la inflación en el caso de Perú, es resultado de su elevada dolarización de pasivos (ver gráfica 4). Es importante señalar que Perú y Colombia registraron tasas de crecimiento del PIB muy por arriba de las alcanzadas por Brasil, Chile y México, en los años 2004-2008 y en 2010-2013 (ver Gráfica 5).

Gráfica 4
Crecimiento económico e inflación



Fuente: Elaboración propia con datos de los bancos centrales de los cinco países.

Gráfica 5
Crecimiento económico e Inflación



Fuente: Elaboración propia con datos de los bancos centrales de los cinco países.

El incremento de la liquidez a mediados de 2002 en los mercados financieros internacionales, estimulado por la política monetaria expansiva de la Reserva Federal (Fed) de los Estados Unidos, facilitó y amplió el acceso de los sector público y privado financiero y no financiero de los países latinoamericanos al financiamiento barato. En un contexto económico-financiero caracterizado por el dinamismo de la economía mundial, por un lado, y la expansión de la liquidez y bajas tasas de interés en los mercados financieros internacionales, por el otro, los bancos centrales latinoamericanos optaron por reducir la deuda en moneda extranjera y acumular elevados montos de reservas internacionales.

Ante la facilidad para acceder al financiamiento externo en esos años y las expectativas de obtención de mayores rendimientos en el corto plazo hubo un incremento del crédito a los sectores consumo e hipotecario por parte de los intermediarios financieros bancarios y no bancarios a nivel mundial. Ello, conjuntamente con la comercialización de “paquetes” (*finanzas estructuradas*) de activos que incluían dichos créditos, en el mercado secundario daría origen a la crisis financiera internacional de 2008⁴.

⁴ La inestabilidad financiera se inicia en el primer semestre de 2006, cuando la Fed decide elevar la tasa objetivo de los fondos federales en 25 puntos, lo que provocó un ajuste a la alza de las tasas de interés de corto plazo. Ello contrajo la demanda de vivienda, para 2007 los precios de estas empezaron a bajar; la morosidad aumentó y el valor de las garantías cayó.

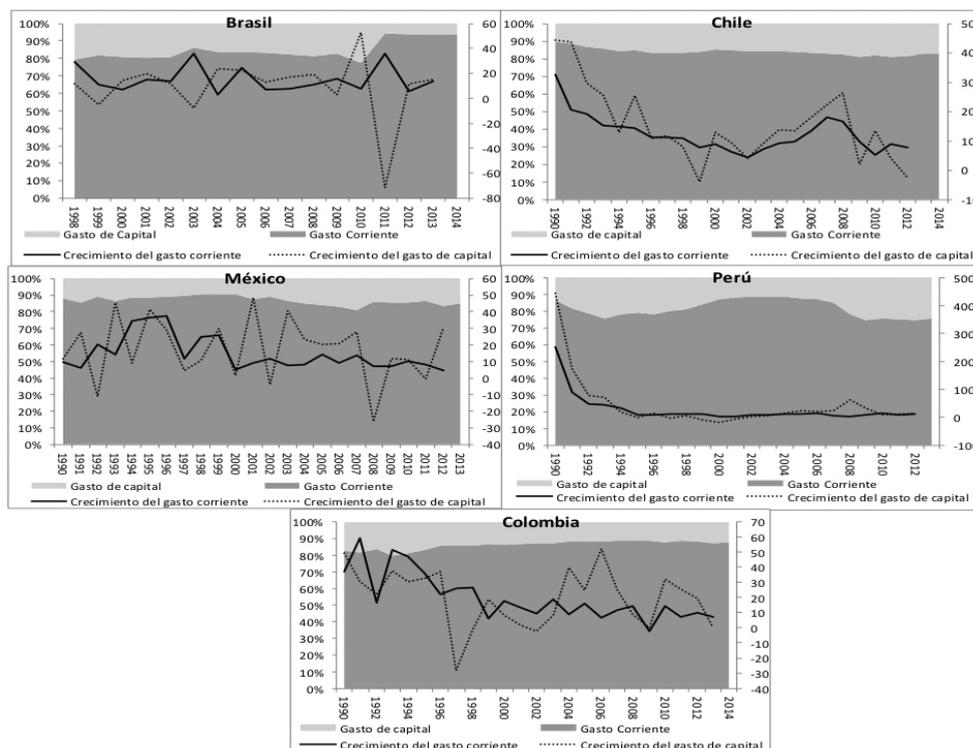
La integración de los sistemas financieros de los países desarrollados facilitó la propagación generalizada de los efectos del deterioro de los balances de las entidades financieras de los Estados Unidos a Europa y Japón. El efecto más grave para las economías de América Latina provino de la contracción de la demanda de importaciones de la economía mundial; aunque el impacto fue mayor para las economías cuyo comercio exterior tenía como principal destino aquellos países desarrollados más afectados por la crisis. Como fue el caso de México, pues el principal destino de sus exportaciones es Estados Unidos (85%); en el caso de Brasil, Chile y Perú el efecto negativo fue menor en términos relativos, debido a que su comercio exterior es más diversificado, además de que una alta proporción del mismo se dirige a otros países en desarrollo. Este es el caso de Brasil y Perú cuyas exportaciones se han dirigido también a China.

Entre 2009–2011, la mayoría de los gobiernos de América Latina tuvieron que incrementar el gasto público con el fin de contener los efectos recesivos y evitar que la actividad económica se colapsara. Las características cuantitativas y cualitativas de las políticas fiscales expansivas que se instrumentaron fueron distintas para cada país, dependiendo de las condiciones que presentaba cada economía antes de la irrupción de la crisis.

La mayoría de los gobiernos incrementaron el gasto público en inversión para infraestructura, programas de apoyo al sector empresarial, en particular para la pequeña y mediana empresa, y se impulsó la construcción de vivienda de interés social como una estrategia para reactivar la economía a través del sector de la construcción. Sin embargo, los efectos multiplicadores de estas medidas fiscales expansivas fueron débiles y limitados debido a que el incremento del gasto de capital en infraestructura pública fue pequeño; mientras que una alta proporción de la expansión del gasto corriente se destinó a programas sociales focalizados y a transferencias y subsidios al consumo de sectores sociales de bajos ingresos. Esto último fue necesario para resarcir la reducción acumulada de los ingresos reales de estos sectores, provocada por el estancamiento de los salarios nominales y las elevadas tasas de desempleo en la (Valdivia y Pérez, 2013). En la gráfica 6 se observa que, durante el periodo 1990–2014, el gasto de capital representa aproximadamente el 15%, en promedio anual, del gasto público total, para las cinco economías que se analizan en este trabajo. Sin embargo, Chile y Perú han venido incrementado su gasto de capital a partir de 2008, como parte de su política fiscal contra-cíclica para enfrentar los efectos recesivos de la crisis internacional de 2008. El gobierno de Perú ha venido realizando un manejo flexible de la política fiscal, ya que no solo ha elevado la proporción del gasto de capital, sino también ha mantenido un crecimiento constante del gasto corriente, a excepción de los años 2000 a 2006. En

el caso de Chile, y en menor medida Colombia hasta el año 2000, aplicaron medidas fiscales contra-cíclicas por el lado de la expansión del gasto de capital. Por el contrario, Brasil y México han adoptado medidas fiscales pro-cíclica, como, mecanismo para cumplir la meta de inflación y mantener el déficit fiscal primario bajo. Comparando las cinco economías, México sobresale por el manejo pro-cíclico de la política fiscal, resultado de priorizar el cumplimiento de la meta de inflación. Esta economía es el caso más extremo de la aplicación del régimen de inflación, pues la estabilidad monetaria coexiste con un bajo e irregular crecimiento del PIB, resultado de la contracción del gasto público, en particular en infraestructura, y un bajo déficit primario pero un elevado déficit global (ver Gráfica 6).

Gráfica 6
Estructura porcentual y crecimiento del gasto público



Fuente: Elaboración propia con datos de los bancos centrales de los cinco países.

Las cinco economías analizadas han registrado una drástica reducción del déficit fiscal primario a partir de 2001, incluso en algunos años se registran superávit primario (ver Gráfica 7). Sin embargo, el déficit global se ha incrementado de forma acelerada. En el caso de Chile, estos déficits son más moderados comparados con los registrados por las otras cuatro economías; ello se debe en parte, a la evolución y estructura de su deuda pública. El caso de Brasil y México, destaca por el manejo procíclico de la política fiscal, como medida para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación y un bajo déficit primario. No obstante, el déficit global se ha elevado de forma acelerada, como resultado de la emisión de títulos gubernamentales para completar las operaciones de esterilización en el mercado cambiario.

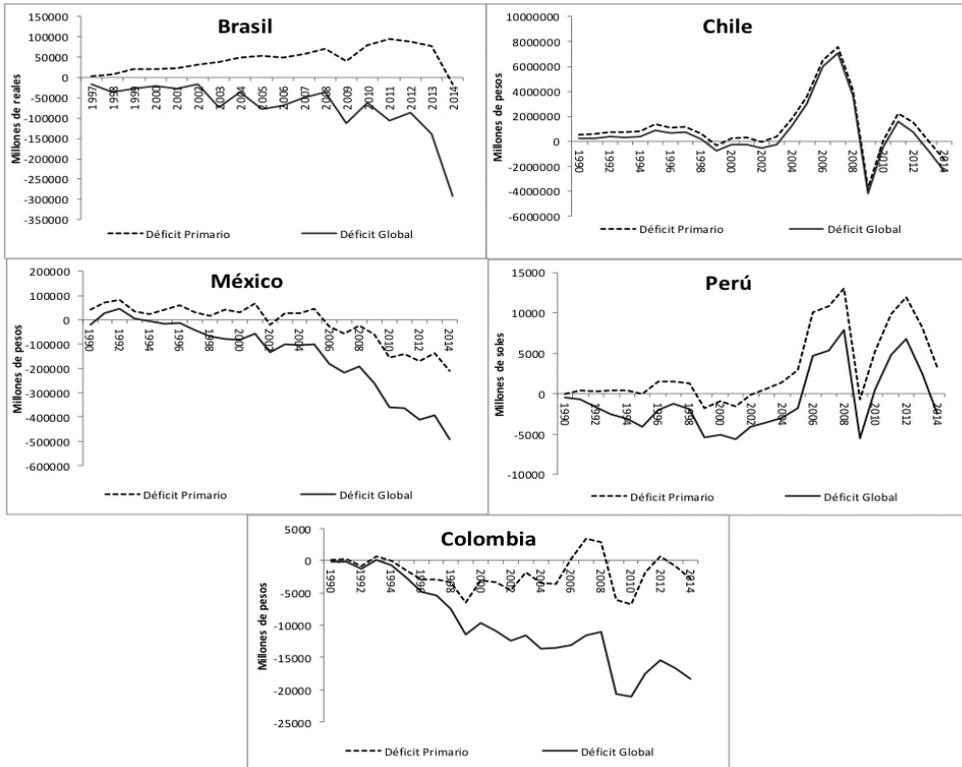
Contrario a los efectos diferenciados que generaron las crisis cambiario-financieras de la década de 1990, la crisis financiera internacional de 2008 afectó a todas las economías latinoamericanas. Además, sus efectos recesivos han sido más profundos y prolongados, y a pesar de ello, la recuperación económica de la región se inicia hacia finales de 2010, antes que en el resto de las regiones afectadas por la recesión económica mundial. Esta recuperación se da en un contexto macroeconómico complejo y contradictorio. Por un lado, la disminución de los precios internacionales de algunos productos básicos y materias primas contribuyeron a mantener baja la inflación. Por el otro, dado que la disminución de los mencionados precios fue resultado de la caída de la demanda mundial de exportaciones, el ritmo de la recuperación para cada economía dependió de la estructura de sus exportaciones y del país de destino de las mismas.

La evolución de las economías de Brasil, Chile, México, Colombia y Perú sigue estando fuertemente determinada por la restricción comercial y financiera; esto es, por la estructura de su comercio exterior y por el acceso al financiamiento externo en situaciones de volatilidad financiera. Así mismo, el “éxito” y viabilidad del régimen de metas de inflación en estas economías depende de la política de intervención esterilizada en el mercado cambiario, lo que implica un incremento de la deuda pública interna y de la instrumentación de políticas fiscales pro-cíclicas.

El papel de la deuda interna en las economías en desarrollo

Hasta la primera mitad de la década de 1970, la principal fuente de financiamiento de los déficits fiscales de los gobiernos de América Latina fue la deuda pública interna; por lo que se convirtió en el segmento más importante de sus mercados de capital. Por otra parte, los mercados de deuda de la mayoría de estos países se caracterizaron hasta finales de la década de los 1980, por emisiones soberanas deno-

Gráfica 7
Déficit primario y déficit global



Fuente: Elaboración propia con datos de los bancos centrales de los cinco países.

minadas en dólares que se vendían a inversionistas no especializados en mercados emergentes. La política de deuda pública debe responder simultáneamente a los objetivos del gobierno y del banco central; pero cuando este es autónomo pueden generarse conflictos entre dichos objetivos. Generalmente, los gobiernos buscan reducir el costo de sus pasivos y extender los plazos de vencimiento para reducir el servicio anual de la deuda y la incertidumbre sobre la re-documentación de los

préstamos. Por el contrario, los bancos centrales prefieren colocar valores gubernamentales de corto plazo para enfrentar de forma más eficiente las variaciones en la tasa de interés de mercado y, en el caso de las economías en desarrollo y emergentes, sus bancos centrales se ven obligados a elevar los rendimientos para estabilizar su tipo de cambio (Filardo *et al.*, 2012; Mohanty, 2012). A pesar de estas diferencias, es evidente que tanto al gobierno, como al banco central les interesa desarrollar el mercado de títulos gubernamentales, ya que un mercado amplio, profundo y líquido le permite al gobierno acceder a financiamiento oportuno y a bajo costo, al mismo tiempo que se fortalece la tasa de interés como mecanismo de transmisión de la política monetaria (Yörükoğlu y Kılınç, 2012).

De acuerdo con el modelo macroeconómico de metas de inflación, los bancos centrales deben fijarse como objetivo único la estabilidad monetaria. Así, a través del establecimiento de un objetivo de inflación y el ejercicio de una política de comunicación oportuna y transparente, el banco central puede controlar la inflación y, por tanto, mantener estable el sistema de pagos.

Según el marco teórico del Nuevo Consenso Monetarista (NCM), un banco central autónomo, no solo puede controlar la inflación mediante variaciones de la tasa de interés de corto plazo, sino, además en la medida que logra este objetivo, también asegura la estabilidad financiera. Esta afirmación supone que la estabilidad financiera solo está determinada por el buen funcionamiento del sistema de pagos; sin embargo, los hechos demuestran que, bajo sistemas financieros desregulados, la estabilidad financiera está determinada también por otros factores, como las diferencias entre el precio de un conjunto importante de activos y sus determinantes, distorsiones en el incremento de la liquidez como resultado de la subestimación del riesgo y una contracción del crédito a las actividades productivas.

Los teóricos del NCM sostienen que, en la medida que el control de la inflación elimina las distorsiones en los precios contribuye a la estabilidad financiera, porque disminuye la incertidumbre sobre el retorno de los flujos de ingresos futuros (McCallum, 2001; Taylor, 1993; Ball, 1999, 2000). Aunque esto fuera así, la ejecución y resultados de la política monetaria dependerán en gran medida del tipo y funcionamiento del canal de transmisión de dicha política. Ello no depende solo del buen funcionamiento del sistema de pagos, sino también de otras condiciones, como la dolarización de pasivos, la dependencia tecnológica del aparato productivo (Meyer, 2004), los flujos de capitales externos de corto plazo (Hüfner, 2004) y de la existencia de mecanismos de supervisión y control que garanticen que la expansión de la oferta monetaria se traduzca en mayor crédito a las actividades productivas.

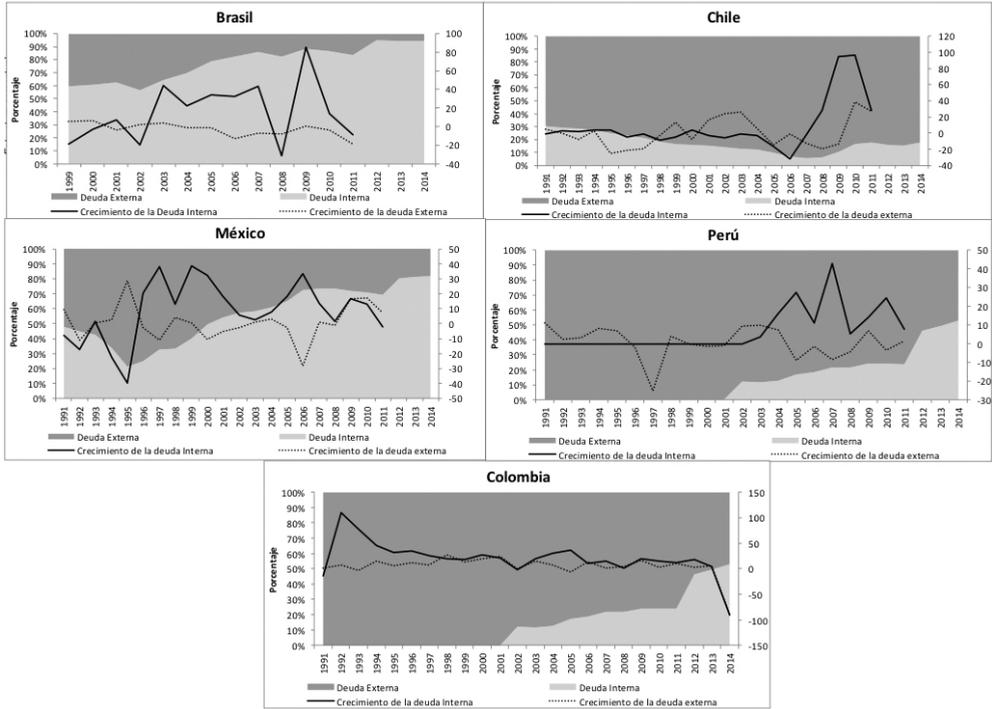
La crisis cambiario-financiera que se registró en México en 1994-1995, es un claro ejemplo de los efectos que generan las salidas súbitas de capitales ante la inestabilidad financiera. La aversión al riesgo de tasa de interés y tipo de cambio generó pánico en los mercados financieros internacionales, los cuales reaccionaron casi de inmediato restringiendo el financiamiento al gobierno mexicano. Ello provocó una baja en la valuación de los bonos mexicanos, lo que a su vez duplicó las primas de riesgo en un lapso de seis meses. El efecto “contagio” regional se propagó rápidamente, incluso a economías cuyos fundamentos macroeconómicos eran estables (Calvo, 1993).

En la gráfica 8 se muestra la estructura y crecimiento de la deuda pública para las cinco economías aquí analizadas, vemos que en el caso de México y Brasil ha habido una reducción de la deuda externa y un incremento acelerado de la deuda interna. Colombia ha seguido una tendencia más moderada, aunque a partir de 2002 dicha deuda se ha incrementado a un ritmo mayor que en los años anteriores. La evolución de la deuda está estrechamente vinculada con la política de intervención esterilizada en el mercado cambiario, que han venido instrumentado los bancos centrales de estas economías para controlar las fluctuaciones del tipo de cambio nominal y, por ende, de la base monetaria.

Este dinamismo en la emisión de títulos públicos por parte de los gobiernos de Brasil y México, explica que los mercados de bonos soberanos de estos dos países concentren el 70% del total de bonos emitidos en América Latina. Una situación contraria presenta Chile, Colombia y Perú, cuya deuda externa representa entre el 70% y 80%, respectivamente; aunque en los últimos años, en ambos casos este porcentaje ha disminuido y el ritmo de crecimiento de la deuda interna se ha elevado, pero no al nivel de Brasil y México.

Bajo el régimen de metas de inflación, la resistencia a aplicar medidas fiscales contra-cíclicas para inducir el crecimiento por la vía de la expansión de la demanda interna, se sostiene en la tesis de la Nueva Síntesis Neoclásica que afirma que un déficit fiscal genera presiones inflacionarias y efectos desplazamiento (*crowding out*) de la inversión privada por varias vías. Considerando este argumento, resulta contradictorio que los bancos centrales de las economías en desarrollo impongan políticas fiscales pro-cíclicas para mantener bajo déficit primario, pero toleren el incremento de la deuda pública interna para intervenir en sus mercados cambiarios, con el propósito de mantener estable el tipo de cambio nominal, con el consecuente incremento en los costos cuasi-fiscales y financiero.

Gráfica 8
Estructura porcentual y crecimiento de la Deuda Pública Total



Fuente: Elaboración propia con datos de los bancos centrales de los cinco países.

Conclusiones

Los efectos de la crisis financiera internacional de 2008 y la crisis de la Zona Euro (2010) pusieron de manifiesto dos graves problemas que caracterizan a la actual estructura económica mundial: la inestabilidad financiera que generan los flujos de capital de corto plazo en ausencia de mecanismos de control y regulación efectivos, y las fuertes restricciones que enfrenta la instrumentación de políticas fiscales contra-cíclica bajo el régimen de metas de inflación, como única estrategia para

controlar la inflación. Ambos problemas se agudizan en el caso de las economías en desarrollo y emergente. Bajo el régimen de metas de inflación y la autonomía del banco central, y dada la mayor integración de las economías latinoamericanas a los mercados financieros internacionales, la formulación y operación coordinada de las políticas monetaria y fiscal para alcanzar el objetivo del crecimiento estable y sostenido en el largo plazo resulta imposible, debido a la subordinación del objetivo del crecimiento económico al cumplimiento del objetivo de baja inflación. Por un lado, los bancos centrales en el ejercicio de su autonomía han dejado de lado el objetivo de crecimiento del producto y el empleo, para asegurar la estabilidad monetaria. Por el otro, la gestión de la política fiscal ha quedado constreñida al cumplimiento del equilibrio fiscal, porque el modelo macroeconómico de metas de inflación asume que la política fiscal activa genera inflación y provoca efectos desplazamiento (*crowding out*).

Referencias

- Acosta, Alberto; L. Montesdeoca y M. Varela (2009), “Efectos socioeconómicos y manejo de la crisis global. Rápida visión del impacto en América Latina”, *FLACSO-Ecuador*, septiembre.
- Ball, L. (1999), “Policy rules for open economies”, en J. Taylor (ed.), *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press.
- . (2000), “Policy rules and external shocks”, *NBER, Working Paper*, No. 7910, septiembre.
- Calvo, G. A.; L. Leiderman y C. M. Reinhart (1993): “Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors”, *IMF Staff Papers*, 40 (1).
- CEPAL (2008), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2007-2008* (LC/G. 2386-P), Santiago de Chile.
- . (2009), *La reacción de los gobiernos de América Latina y el Caribe frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 30 de enero de 2009* (LC/L. 3000), Santiago de Chile.
- . (2016), *Panorama Fiscal de América Latina y el Caribe 2016. Las finanzas públicas ante el desafío de conciliar austeridad con crecimiento e igualdad*, Santiago de Chile.

- Filardo, Andrew; Mohanty Madhusudan; y Ramon Moreno (2012), “Central Bank and government debt management: issues for monetary policy”, *BIS Working Papers*, No. 67, octubre, pp. 51-71.
- Frenkel, Roberto; John Selody y Aldo Lema (2009), “Política monetaria en economías abiertas: inflación y tipo de cambio”, *Revista de Economía*, Vol. 16 (1), pp. 5-48.
- Hüfner, F. , (2004), “Foreign Exchange Intervention as a Monetary Policy Instrument: Evidence from Inflation targeting Countries”, Centre for European Economic Research, *ZEW Economic Studies*, No. 23, PhysicaVerlag, Heidelberg.
- McCallum, Bennett (2002), “Recent developments in monetary policy analysis: The roles of theory and evidence”, *Economic Review*, Vol. 88 (1), pp. 67-96.
- Meyer, L. H. , (2004), “Practical problems and obstacles to inflation targeting”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 86 (4), pp. 151-160.
- Mohanty, M. S. (2012), “Fiscal policy, public debt and monetary policy in EMEs: an overview”, *BIS Papers*, No. 67, octubre, pp. 1-9.
- Stone, Mark y Ashok Bhundia (2004), “A new taxonomy of monetary regimes”, *International Monetary Fund Working Paper* WP/04/191.
- Taylor, J. B. (1993), “Discretion versus policy rules in practice”, en *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 39, pp. 195-214.
- Toporowski, J. (2005), “Las limitaciones de los bancos centrales en la estabilidad financiera”, en G. Mántey y N. Levy (Coords.), *Inflación, crédito y salarios. Nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*, UNAM-Miguel Ángel Porrúa-Cámara de Diputados, México, pp. 225-236.
- Valdivia, Daney; y Danyira Pérez (2013), “Dynamic economic and coordination on fiscal monetary policies in Latin America: Evaluation through a DSGE model”, *Munich Personal RPEc Archive (MPRA)*, octubre.
- Yorukoglu, M. ; y M. Kilinc (2012), “Globalization of the interaction between monetary and fiscal policy”, *BIS Working Paper*, No. 67.

Asimetrías Económicas y Financieras de la Globalización. Retos y Oportunidades para los Países en Desarrollo, editado por la Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Estudios Superiores Acatlán y la Dirección General de Asuntos del Personal Académico, se terminó de imprimir en diciembre de 2017, en los talleres de Navegantes de la Comunicación Gráfica S. A. de C. V., en Pascual Ortiz Rubio No. 40, Col. San Simón Ticumac, Del. Benito Juárez, C. P. 03660. México, CDMX. El tiraje consta de 500 ejemplares impresos en papel bond ahusado de 90 g. En su composición se utilizó tipografía Bembo Std 11. 5, 10, 9 pts. La revisión de originales y el cuidado de la edición estuvieron a cargo de Teresa López y Luis Ángel Ortiz de la FES Acatlán, UNAM.

En las últimas tres décadas, investigaciones empíricas realizadas bajo marcos teóricos heterodoxos han aportado resultados empíricos contradictorios sobre los supuestos efectos positivos de la liberalización comercial en el crecimiento económico de los países en desarrollo, los cuales cuestionan a las teorías dominantes del crecimiento económico y del comercio internacional que suponen la libre competencia y la eficiencia del mercado. A partir de estos resultados, se están construyendo nuevos enfoques teóricos que asumen el predominio de la competencia imperfecta como resultado de rendimientos crecientes en la producción, externalidades positivas en los países industrializados, información asimétrica y barreras a la transferencia de tecnología.

Estos nuevos enfoques, a diferencia de los convencionales, ofrecen explicaciones más realistas sobre las características del capitalismo contemporáneo, como son la persistencia de la restricción externa al crecimiento económico en los países en desarrollo, y de las brechas tecnológicas y de ingresos entre países desarrollados y en desarrollo; la baja en el crecimiento del producto global; la caída generalizada de la participación de los salarios en el ingreso; la mayor concentración del ingreso y la riqueza; y la insuficiente inversión productiva, a pesar del aumento en las ganancias a nivel mundial.

Las políticas derivadas de los enfoques convencionales sobre el crecimiento con equilibrio interno y externo, bajo condiciones de libre competencia, fueron resumidas en el decálogo de recomendaciones que hiciera el Consenso de Washington a los gobiernos de los países en desarrollo.

ISBN 978-607-30-0070-3



9 786073 000703