

2. LA POLÍTICA FISCAL COMO INSTRUMENTO DE ESTABILIZACIÓN MACROECONÓMICA. Impulsos fiscales en los casos Brasil, Chile, Colombia, México y Perú

TERESA LÓPEZ GONZÁLEZ
Y EUFEMIA BASILIO MORALES

INTRODUCCIÓN

Según los teóricos neoclásicos inspirados en los modelos de Kydland y Prescott [1977] y Barro y Gordon [1983],¹ hasta antes de la Gran Depresión de 1929, la política económica se caracterizó por los efectos neutrales de la política fiscal. La irrupción de la crisis de 1929, obligó a abandonar el principio de la neutralidad de las finanzas públicas, y los gobiernos de los países hegemónicos de esa época empezaron a intervenir en la economía [Chang, 1996]. A partir de ese año y hasta la década de los setenta, los gobiernos, tanto de los países en desarrollados, como los industrializados manejaron de forma coordinada sus políticas monetaria y fiscal con el propósito de reactivar el crecimiento económico.

Bajo la intervención del sector público en la economía, la política fiscal, que posteriormente fue analizada por Keynes en su libro *Teoría general del empleo, el interés y el dinero* [1936], se convirtió en un instrumento anticíclico fundamental de la política macroeconómica para contrarrestar el desempleo masivo que

____ 1. Recordemos que estos modelos se sostienen con la hipótesis de la inconsistencia temporal de las políticas económicas, recomiendan aplicarse una política fiscal acíclica, tanto en la fase expansiva, como recesiva del ciclo económico.

generó la prolongada crisis de 1929. En este contexto, el objetivo de Keynes [1936] era conducir el nivel del ingreso al pleno empleo incluyendo el factor trabajo. Asumiendo este objetivo, hasta mediados de la década de 1960, las políticas keynesianas permitieron garantizar el crecimiento con tasas de inflación bajas y finanzas públicas sostenibles en la mayoría de las economías.

En esos años, la política fiscal expansiva fue el principal instrumento de la política macroeconómica para inducir el crecimiento al pleno empleo [Arestis, 2011], conjuntamente con una política monetaria flexible. En efecto, la política monetaria asumió los objetivos conjuntos de estabilizar el sistema de pagos y contribuir al logro del pleno empleo. El manejo flexible de la oferta monetaria, esto es, según el incremento del gasto público deficitario y la expansión del crédito bancario que expandieron la demanda agregada, evitó variaciones drásticas de la tasa de interés de corto plazo y, en consecuencia, permitió mantener estable la tasa de interés de largo plazo y el tipo de cambio real [Kaldor, 1970, 1982]. Ello incentivó el crecimiento económico al suavizar los efectos recesivos que provoca la contracción del gasto privado (consumo e inversión) en la declinación de la fase expansiva del ciclo económico.

Esta política macroeconómica keynesiana se sostuvo en la coordinación de las políticas fiscal y monetaria, ya que la política monetaria flexible se “acomodó” a la expansión del gasto público deficitario, cuyo objetivo era el crecimiento económico con estabilidad monetaria. En otras palabras, esta estrategia permitió el incremento de la demanda agregada mediante el déficit público para inducir el crecimiento económico, y para aminorar el efecto recesivo de la caída del gasto privado (consumo e inversión) en la fase recesiva del ciclo.

Hacia finales de la década de 1960, este manejo de la política macroeconómica y, en específico, sobre la naturaleza de la política fiscal cambió radicalmente, cuando Friedman [1968, 1977]

cuestionó la capacidad de la política fiscal discrecional o contracíclica para estabilizar la economía. Dicha crítica se centró en la incapacidad de la política fiscal para enfrentar choques negativos, debido, según Friedman, a los efectos retardados de los instrumentos de la política fiscal (gasto público e impuestos). Por el contrario, argumentaba que, bajo tales condiciones, solo la política monetaria puede estabilizar la economía, porque sus instrumentos pueden influir en los niveles de producción con relativa rapidez [Palley, 2014a, 2014b, 2015].

El capítulo se estructura en cuatro apartados. Después de esta introducción, en la primera sección, se explica el modelo de metas de inflación. En la segunda, se analizan las limitaciones teóricas y los problemas de operaciones de la política monetaria de metas de inflación en las economías en desarrollo y emergentes. En la tercera sección, se expone de forma general el enfoque heterodoxo sobre la política fiscal. En la cuarta, se revisa la literatura básica de investigaciones empíricas realizados bajo marco teóricos convencional y heterodoxo. Asimismo, se presentan los resultados del modelo de impulsos fiscales para Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Por último, se presentan las conclusiones.

EL MODELO MACROECONÓMICO DE METAS DE INFLACIÓN

Al igual que todos los enfoques convencionales que suponen que la oferta agregada determina el nivel de la actividad económica, el Nuevo Consenso Monetario (NCM) supone *a priori* que la política monetaria de metas de inflación es el instrumento más eficaz de la política macroeconómica para controlar la inflación y estimular el crecimiento económico [Bernanke *et al.*, 1999; Blinder, 1997, 1998, 2000; Taylor, 1993, 1999a, 1999b, 2000a, 2000b, 2001; Romer, 2000; Mc Callum, 2001].

La reinterpretación de los efectos desplazamiento (*crowding out*) en una economía abierta por parte del NCM, se sostiene en la

visión de Barro [1979] del teorema de la equivalencia ricardiana. De acuerdo con ésta, la expansión del gasto público financiado con la emisión de deuda interna genera inflación, porque dicha emisión provoca competencia entre los títulos públicos y privados, lo que presiona al alza a la tasa de interés [Arestis y Sawyer, 2003a,b]. Esto contrae la inversión privada, que es considerada como un efecto expulsión o desplazamiento por el gasto público. A partir de este desplazamiento, según las NCM, se registran otros efectos macroeconómicos que, en su conjunto, anulan el efecto positivo de corto plazo que haya podido generar la expansión del gasto público deficitario. En otras palabras, se reconoce la posibilidad de que la expansión del gasto público deficitario genere crecimiento del ingreso en el corto plazo, pero se afirma que dicho crecimiento no se sostiene en el largo plazo, debido a la contracción de la inversión privada. Además, se argumenta que las presiones inflacionarias originadas por el incremento de la tasa de interés prevalecen en el largo plazo debido a los efectos rezagados de la política fiscal expansiva [Bernanke y Mishkin, 1997].

Estos argumentos constituyen el núcleo central de NCM para negar la capacidad de la política fiscal activa o contracíclica para estabilizar el ciclo económico y, en consecuencia, imponer el principio de equilibrio fiscal a las finanzas públicas.

En general, podemos resumir en seis los fundamentos teórico-institucionales de la política monetaria de metas de inflación:

1. El objetivo prioritario y único de la política monetaria debe ser la estabilidad de los precios, cualquier objetivo distinto a éste es irrelevante. Esta tesis se deriva, por un lado, del enfoque monetarista tradicional que sostienen que la inflación es originada por presiones de demanda, y por el otro, del enfoque de Wicksell sobre la tasa de interés natural, la cual se supone asegura una tasa de inflación cero y el pleno empleo de todos los factores productivos [Perrotini, 2007].

2. El Banco Central autónomo fija el objetivo de inflación de acuerdo a una regla monetaria.
3. El cumplimiento del objetivo de inflación depende en gran medida de la independencia del Banco Central y del equilibrio en las finanzas públicas.
4. La política monetaria está sujeta a reglas monetarias que, dependiendo de los arreglos institucionales, serán estrictas o flexibles. Algunos teóricos de NCM [Ball, 1999; Ball y Sheridan, 2003] reconocen que se debe disponer de cierto margen de discrecionalidad y flexibilidad sobre el uso de sus instrumentos para enfrentar perturbaciones locales y externas imprevistas.
5. La tasa de interés es el único instrumento operativo de la política monetaria para estabilizar la inflación y equilibrar la oferta y la demanda agregada; es decir, la tasa de interés se constituye en el ancla nominal de la inflación.
6. El éxito de la política monetaria de metas de inflación requiere de la adopción de un régimen cambiario flexible, ya que este régimen permite absorber los choques externos negativos.

El modelo macroeconómico de metas de inflación original para una economía abierta estaba compuesto por tres ecuaciones [Bernanke y Mishkin, 1997; Clarida *et al.*, 1999]. La primera define la demanda agregada, representada por la curva IS, donde la brecha de producto está determinada por la brecha de producto pasada y esperada y por la tasa de interés real futura. La segunda, representa la curva de Phillips, que establece que la inflación es una función de la brecha del producto, de la inflación pasada y de las expectativas sobre la inflación futura. La tercera ecuación, es una regla de política monetaria que define a la tasa de interés nominal en función de la tasa de interés real de equilibrio, de la inflación esperada, de la brecha del producto pasada, de la desviación de la inflación de su meta y del rezago de la tasa de interés nominal. Posteriormente se incluyó una cuarta ecuación [Svens-

son, 2000; Ball, 2000; Hüfner, 2004] basada en la hipótesis de paridad descubierta de tasas de interés, y explica el tipo de cambio como función del diferencial entre la tasa de interés interna y la tasa de interés externa.²

Según el modelo macroeconómico del NCM, las tres primeras ecuaciones interactúan de la siguiente forma. De las ecuaciones de la curva IS y de la regla de Taylor, se deduce que en la curva de Phillips la brecha del producto se relaciona con la dinámica de la inflación. Ello implica que, dada la regla de Taylor, la tasa de interés y los objetivos de inflación óptimos se ajustan a la brecha producto esperada. En consecuencia, la política monetaria debe estabilizar el producto para maximizar el ingreso, considerando que la oferta agregada dependerá de las expectativas de inflación. Si las expectativas son racionales, el dinero es súper neutral, esto es, la política monetaria no tiene efectos en las variables reales. Por el contrario, si las expectativas son adaptativas habrá efectos transitorios sobre las variables reales. Por tanto, la mejor contribución de la política monetaria al crecimiento económico es la estabilización del nivel de precios.

De acuerdo con este razonamiento, si el Banco Central fija correctamente la meta de inflación y aplica rigurosamente la regla de Taylor, ajustando para ello la tasa de interés nominal a su nivel de equilibrio, ningún choque aleatorio originado por una variación en la demanda agregada, proveniente, por ejemplo, de una

— 2. La regla de política monetaria, que casi siempre es una derivación de la regla de Taylor, es el objetivo intermedio fundamental del esquema de metas de inflación, pues ésta determina el ajuste de los instrumentos monetarios (base monetaria, tasas de interés nominal, crédito interno neto, etc.) para enfrentar los cambios en la inflación, en el producto interno bruto o en variable económica relevante [Taylor, 1999a]. Esta regla nominal debe satisfacer dos condiciones: i) ser creíble y transparente, y ii) ser flexible para permitir la absorción de choques temporales y mitigar la volatilidad de los ciclos económicos, condiciones necesarias para preservar la estabilidad de precios [Taylor, 2000a, 2001]. Se reconoce que no es fácil cumplir estas dos condiciones en un ancla nominal única además, y que dichas condiciones se cumplan simultáneamente [Bernanke *et al.*, 1999].

política fiscal expansiva, tendrá efectos sobre el equilibrio de largo plazo. De esto se deduce que, un incremento del gasto público deficitario para inducir la expansión de la demanda agregada en la fase recesiva del ciclo económico (política fiscal contracíclica) no tendrá efectos sobre la oferta agregada, pues un choque provocado por el déficit fiscal, suponen expectativas racionales, hará que los agentes económicos reaccionaran inmediatamente y, en consecuencia, el Banco Central lo hará elevando la tasa de interés nominal, lo que reducirá el financiamiento. El déficit fiscal tendrá que ser ajustado para evitar un proceso de inconsistencia dinámica, que conduzca a un proceso inflacionario futuro.³

De lo anterior se deduce que, dado que la oferta agregada está en función de los recursos productivos disponibles, las fluctuaciones de la demanda agregada no influyen en el producto potencial. Así que, la relación entre las políticas fiscal y monetaria es marginal y no coordinada, ya que cada una es ejecutada en función de sus propias restricciones: la política fiscal sujeta a la consolidación fiscal y la política monetaria limitada por el cumplimiento de la meta de inflación, como único objetivo.

CONTRADICCIONES TEÓRICAS Y LIMITACIONES PRÁCTICAS DE LA ADOPCIÓN DEL MODELO DE METAS DE INFLACIÓN EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO

El modelo macroeconómico de metas de inflación presenta en sí mismo fuertes inconsistencias teóricas que se derivan de sus su-

— 3. El mecanismo de ajuste es el siguiente: un impulso del lado de la demanda agregada (incremento del déficit fiscal) aumenta la brecha del producto, y ello provoca un incremento en la brecha de inflación. El Banco Central debe aumentar la tasa de interés para reducir la demanda agregada y, por tanto, la presión de ésta sobre el nivel de precios. Esta medida reduce la brecha producto y la brecha de inflación, con lo que se inicia un proceso de convergencia hacia el punto en que la tasa de interés nominal se iguala con la tasa de interés de equilibrio o de pleno empleo. Logrando así, la estabilidad de precios.

puestos básicos. Uno de estos es el cumplimiento de la hipótesis de paridad descubierta de tasas de interés (PDTI). Por otro lado, la instrumentación de la política monetaria de metas de inflación en las economías en desarrollo y emergentes no aplican los supuestos fundamentales del modelo teórico en que sustentan dicha política, debido a que ese modelo no representa las características del marco institucional y las relaciones macroeconómicas de esas economías.

Contradicciones teóricas del modelo macroeconómico

Un supuesto central del modelo macroeconómico de metas de inflación es el cumplimiento de la hipótesis de PDTI, lo que implica que las variaciones esperadas en el tipo de cambio son iguales al diferencial entre la tasa de interés interna y externa. Ello, a su vez, implica que se cumplen dos supuestos: a) que los fundamentales macroeconómicos se reflejan en la variación esperada del tipo de cambio y b) que los activos financieros son perfectamente sustituibles. El cumplimiento de estos supuestos también asegura que las variaciones en los diferenciales de tasas de interés determinen las variaciones del tipo de cambio y, por tanto, que la tasa de interés sea el único instrumento operativo de la política monetaria de metas de inflación. Además, el cumplimiento de la hipótesis de PDTI se sostiene en otra limitación teórica del NCM, que es la de suponer una alta elasticidad de los flujos internacionales de capital respecto a los diferenciales de tasas de interés. Este hecho no se verifica en la realidad, y es ampliamente reconocido que no existe una teoría que explique satisfactoriamente los movimientos de los tipos de cambio.

Como vemos, el supuesto de cumplimiento de la hipótesis de PDTI es el corolario del modelo macroeconómico de metas de inflación, porque la misma implica, por un lado, que los mercados cambiarios son eficientes, los tipos de cambio son flexibles y los activos financieros son homogéneos. En otras palabras, existe perfecta sustitución entre los activos financieros a nivel interna-

cional y, por ende, existe arbitraje de tasas de interés a nivel internacional y los mercados financieros son competitivos y eficientes.

Considerando que la operación del esquema de metas de inflación no se sostiene en la ejecución coordinada de las políticas fiscal y monetaria, pues cada una de éstas está sujeta a sus propias restricciones, la política fiscal al equilibrio en las finanzas públicas y la política monetaria al cumplimiento de la meta de inflación, es cuestionable la efectividad de la política monetaria de metas de inflación por sí misma, ya que la tasa de interés de equilibrio también depende de las propensiones (parámetros) de las funciones consumo e inversión. Esta relación interdependiente entre los instrumentos de las políticas fiscal y monetaria que hace posible la efectividad de la política monetaria, de metas de inflación, es ignorada por los teóricos de la NCM [Arestis y Sawyer, 2004a, b, 2008a, b; Angeriz y Arestis, 2009].

Es muy cuestionable que se afirme que si se aplica una “oportuna y agresiva elevación de las tasas de interés” se puede evitar la inflación “sin crear recesión”; tesis que ha sido usada como el atractivo del NCM. Al respecto, Goodfriend y King [1997] y Goodfriend [2000] consideran que, de acuerdo con este principio, la política monetaria basada en metas de inflación hace la mayor contribución a la estabilización de la producción, porque las metas de inflación obligan a que la producción real se adecue a la producción potencial. De acuerdo con este argumento, las metas de inflación aseguran el mejor comportamiento cíclico del producto y el empleo; en otras palabras, la política monetaria por sí sola puede inducir el producto real a su nivel de equilibrio. Esta supuesta ventaja de la política monetaria de metas de inflación es contradictoria, porque si las metas de inflación aseguran el pleno empleo de todos los factores productivos, la política monetaria no debería preocuparse por contrarrestar las fluctuaciones en el nivel de empleo y producto, ya que dichas fluctuaciones son provocadas por los cambios en los ciclos de negocios reales.

Operación de la política monetaria de metas de inflación en las economías en desarrollo y emergentes

El reconocimiento por parte de los teóricos del NCM de la importancia del tipo de cambio como canal de transmisión de la inflación en las economías en desarrollo y emergentes [Svensson, 1999; Ball, 2000; Taylor, 2001], los obligó a recomendar la inclusión de un índice de condiciones monetarias en la regla de Taylor. Ello implicó aceptar, en primer lugar, que hay un efecto combinado entre la tasa de interés y el tipo de cambio, y en segundo, que existe un doble efecto sobre la regla monetaria que debe ser considerado por los bancos centrales de dichas economías. A pesar del reconocimiento de estas implicaciones, los teóricos del NCM no reconocen que precisamente porque el tipo de cambio es el principal canal de transmisión de la política monetaria en las mencionadas economías, la causalidad va del tipo de cambio a la tasa de interés. De ahí que los bancos centrales de estas economías que adoptaron el esquema de metas de inflación estén obligados a ejecutar la política monetaria mediante el uso independiente pero coordinado de la tasa de interés y el tipo de cambio. Es decir, operan el esquema de metas de inflación mediante dos instrumentos, y no solo mediante la tasa de interés, como lo supone el modelo macroeconómico de metas de inflación.

En este modelo el tipo de cambio es una función de la tasa de interés; es decir, la relación de causalidad va de la tasa de interés al tipo de cambio. Sin embargo, la evidencia empírica para el caso de las economías en desarrollo y emergentes [Calvo, *et al.*, 1993, 2001; Calvo y Reinhart, 2000, 2002, Calvo y Fernández, 2001; Bofinger y Wollmershäuser, 2001; Hüfner, 2004], demuestra que dicha causalidad va del tipo de cambio a la tasa de interés. Además, en estas economías la tasa de interés interna está fuertemente determinadas por las variaciones de las tasas de interés externas, es decir, es muy sensible a dichas variaciones de estas tasas.

Lo anterior explica que el marco teórico del modelo de metas de inflación no puede explicar el traspaso más que proporcional del tipo de cambio a la inflación, típico de economías emergentes [Calvo y Reinhart, 2002], porque este fenómeno no es resultado de presiones de demanda, ni se da en una estructura de mercado competitiva. Por el contrario, es causado por conflictos en la distribución del producto en un contexto de mercados imperfectos (competencia monopólica). Esta es una de las principales características de las economías de América Latina que aquí se analizan.

En consecuencia, es evidente que la profundización de la naturaleza endógena del dinero ha reducido el margen de acción y la capacidad de los bancos centrales de las economías en desarrollo y emergentes, en general y, en particular, las latinoamericanas, para controlar la liquidez y fijar la tasa de interés en el nivel deseado.

En lo referente a los costos económicos, medidos por las bajas tasas de crecimiento del producto y el empleo que se vienen registrando a nivel mundial, después de la crisis financiera internacional de 2008, constituyen la evidencia más contundente del fracaso del NCM para inducir el crecimiento estable y sostenido en el largo plazo, mediante política macroeconómica de metas de inflación. Es evidente que una severa recesión o un bajo crecimiento económico genere un proceso deflacionario que detenga temporalmente las presiones inflacionarias, pero los teóricos del NCM no declaran que la estabilidad monetaria implicaba la contracción de la demanda agregada y, en consecuencia, una severa contracción de la actividad económica [Galbraith, 2008].

La libre movilidad de capitales y la excesiva liquidez en los mercados financieros internacionales, conjuntamente con las características estructurales de las economías latinoamericanas, obligaron a los bancos centrales de estas economías a adoptar regímenes cambiarios administrados mediante el establecimiento previo de bandas para el tipo de cambio nominal (“miedo a flotar”), como requisito necesario para operar la política monetaria de metas de

inflación. Ello implica mantener apreciado el tipo de cambio real por periodos más o menos largos, para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación [Padoa-Schioppa, 1994].

Esta estrategia se sostiene en la intervención en el mercado cambiario por parte de los bancos centrales de las mencionadas economías, para esterilizar los efectos monetarios que generan los flujos de capital en la base monetaria. Así, controlando el nivel de la base monetaria, se mantiene estable el nivel de precios y, por tanto, se mantiene el tipo de cambio nominal dentro de la banda cambiaria fijada previamente, pero esta política no puede evitar la apreciación del tipo de cambio real.

Desde principios de la década de los noventa, los bancos centrales de los países en desarrollo y emergentes, entre ellos los latinoamericanos, aprendieron que mediante operaciones de esterilización monetaria en el mercado cambiario era posible posponer los ajustes cambiarios que generan fuertes presiones inflacionarias en sus economías. También aprendieron que dicha estrategia requería de una elevada acumulación de reservas internacionales y del mantenimiento de un amplio diferencial de tasas de interés internas y externas.

Esta estrategia ha sido exitosa ya que los bancos centrales de las mencionadas economías han alcanzado el objetivo de estabilidad de precios, a pesar de sus deficiencias institucionales y desequilibrios estructurales. Sin embargo, la política de esterilización y sobreacumulación de reservas internacionales ha tenido elevados costos financieros y económicos. Además, la misma se ha convertido en una fuente generadora de inestabilidad financiera endógena, dados los riesgos potenciales de tipo de cambio y de tasa de interés implícitos en dicha estrategia. Los bancos centrales de estas economías cuentan con una capacidad prácticamente ilimitada para esterilizar el efecto monetario que genera una oferta excedente de divisas, ya sea mediante la colocación de bonos gubernamentales o bonos del propio banco central. Esta situación

cambia en el caso de las salidas abruptas de capitales, pues es altamente probable que los bancos centrales enfrenten fuertes problemas para operar la política monetaria, ya que la reserva de activos internacionales se convierte en una fuerte limitante para intervenir en el mercado cambiario para contener la devaluación de su moneda [Frenkel, 2006].

La política de intervención esterilizada en el mercado cambiario ha generado una elevada volatilidad macroeconómica y financiera en las economías emergentes de América Latina, debido a que los flujos de capital de cartera son altamente sensibles a las variaciones de las tasas de interés. Además, sus tasas de interés son muy sensibles a las variaciones de las tasas de interés externas, lo que obliga a la autoridad monetaria a mantener un diferencial de tasas positivo y atractivo para evitar, tanto la fuga de capitales, como asegurar la entrada de nuevos flujos.

En conclusión, la instrumentación *ad hoc* de la política monetaria de metas de inflación en las economías en desarrollo y emergentes, en general, y en las latinoamericanas, en particular, se sostiene en la reproducción de un círculo vicioso: altos diferenciales de tasas de interés, masivos flujos de capital de cartera (sobreaacumulación), apreciación del tipo de cambio real, intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario.

EL ENFOQUE HETERODOXO SOBRE LA POLÍTICA FISCAL. UN INSTRUMENTO PARA ESTABILIZAR EL CICLO ECONÓMICO

La adopción de la política monetaria de meta de inflación como principal instrumento de la política macroeconómica en las economías emergentes de América Latina implicó, por un lado, la subordinación del ejercicio de la política fiscal al cumplimiento de la meta de inflación, y por el otro, recurrir por periodos más o menos largos a la apreciación del tipo de cambio real para evitar el traspaso de la inflación que genera su ajuste. Es decir, la función

del tipo de cambio como instrumento de la política comercial fue sustituido por el de instrumento intermedio de la política monetaria, ante la ausencia de una política industrial integral.

De esta forma, a partir de la década de los noventa, la adopción del esquema de metas de inflación obligó a instrumentar medidas fiscales procíclicas, específicamente mediante la contracción del gasto público, en particular la contracción del gasto en inversión pública, para evitar los supuestos efectos *crowding out*. En otras palabras, se elimina la capacidad del déficit fiscal para estabilizar el ciclo económico en la declinación de la fase de auge y, por tanto, evitar la fase recesiva.

El hecho de que los bancos centrales fijen la tasa de interés nominal (tasa de descuento) a su nivel de equilibrio (tasa natural) siguiendo la regla de Taylor, restringe el financiamiento del sector público y, por ende, la adopción de medidas fiscales activas para promover el crecimiento económico y la estabilización de ciclo en el largo plazo. Este efecto procíclico o acíclico se refuerza con la imposición del principio macroeconómico de finanzas públicas “sanas” o consolidación fiscal, para evitar los supuestos efectos desplazamiento.

Al respecto, el enfoque poskeynesiano hace varias precisiones sobre los supuestos implícitos en la política monetarias de metas de inflación [Arestis y Sawyer, 2004a, 2004b, 2005]. Primero, la evolución histórica de los sistemas bancarios a nivel mundial, ha demostrado el carácter endógeno del dinero, en el sentido de la capacidad que tienen los bancos comerciales para crear dinero privado [Chick, 1993]. Esta capacidad, se ha potenciado con las innovaciones tecnológicas en el sector financiero, por tanto, como lo suponía Abba Lerner [1943, 1947], la tasa de interés no necesariamente aumentará cuando se coloque deuda pública interna para financiar la expansión del gasto público deficitario.

Segundo, el nivel de la tasa de interés depende de la política del Banco Central, y no del balance de las finanzas públicas,

como lo suponen los enfoques convencionales. Ahora bien, si en el marco de una política monetaria de metas de inflación, el Banco Central en el ejercicio de su autonomía decide elevar la tasa de interés cuando el déficit público se incrementa, para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación [Bernanke y Gertler, 2001], con la consiguiente contracción de la actividad económica, evitando de esta forma presiones inflacionarias. Entonces, es evidente que la reducción de la inversión privada es una consecuencia de la decisión del Banco Central de elevar la tasa de interés, y no una consecuencia del incremento del gasto público deficitario. Por tanto, el alza en la tasa de interés es el resultado de la instrumentación de una política monetaria restrictiva que conduce inexorablemente a la disminución de la inversión privada, como resultado del racionamiento del crédito (contracción de la oferta) por parte de la banca, debido a su aversión al riesgo moral, o debido a la menor demanda de financiamiento por parte de las empresas, dado el incremento de la tasa de interés. Por el contrario, si los bancos centrales adoptan una política monetaria flexible ("acomodatícia"), tendiente a aumentar la liquidez para que acompañe el incremento del gasto público deficitario, es altamente probable que el nivel de la tasa de interés permanezca estable y, en el peor de los casos, su incremento será mínimo. En un escenario como este, es muy probable que el nivel de la inversión privada se eleve como respuesta a la expansión de la demanda agregada, inducida el mayor gasto público deficitario. La formación de expectativas positivas que esto genera, alentará las decisiones de nuevas inversiones, lo que a su vez elevará el nivel de ganancias.

Tercero, es altamente probable que la expansión del gasto público deficitario eleve el ingreso en el corto plazo, porque se incrementa la actividad económica y el empleo. Además, el ahorro es una varia endógena y residual, esto es, está determinada por el ingreso, y su nivel depende de la propensión a consumir y de la distribución del ingreso. Ello significa que, si un incremento del

gasto público deficitario impulsa el crecimiento de la actividad económica en el corto plazo, dada la capacidad instalada disponible, entonces el ahorro, tanto público como privado crecerá y, en consecuencia, el teorema de la equivalencia ricardiana no se cumple, que según el NCM se registra cuando se incrementa el gasto público financiado con emisión de títulos públicos.

El crecimiento sostenible de la demanda agregada, en particular la demanda interna efectiva, contribuye a estabilizar el ciclo económico porque pueden registrarse en el mediano y largo plazos algunos de estos efectos, todos o una combinación de los mismos: a) elevación del consumo, dada la propensión marginal a consumir y la distribución del ingreso [Thirlwall, 2003]; b) elevación del ahorro interno, tanto público como privado, pues ésta es una variable endógena y residual (determinado por el ingreso, dado la propensión marginal a consumir y la distribución del ingreso), y c) como resultado de lo anterior, alcanzar un déficit presupuestal manejable o finanzas públicas “funcionales” [Lerner, 1947; Arestis y Sawyer, 2003b]. En este contexto, el déficit público es funcional y la política fiscal es contracíclica, porque en la fase expansiva se amplía la base tributaria y se reduce el gasto público, lo que permite estabilizar o reducir el déficit público, como proporción del producto. Por el contrario, en la declinación y en la fase recesiva se contrae la base tributaria y se eleva el gasto público deficitario, lo que ampliará el déficit público.

En los enfoques heterodoxos la demanda efectiva determina el grado de utilización de la capacidad productiva existente en el corto plazo, y en el largo determina el crecimiento de la capacidad productiva, en otras palabras, el crecimiento sostenible de la demanda efectiva determina el progreso tecnológico [Kalecki, 1985]. En consecuencia, la demanda efectiva modifica los márgenes dentro de los cuales los cambios en la demanda agregada inducen variaciones en el nivel del producto y del empleo. Al respecto, Keynes [1936], y más concretamente Kalecki [1977], sostienen

que no hay argumentos para afirmar que dichas variaciones se registran a una determinada tasa de inversión y de empleo que vacíe el mercado de trabajo. Ello depende de la evolución del empleo en el ciclo económico de largo plazo, lo que requiere de una teoría de la demanda efectiva en el largo plazo. Esto a su vez supone conocer los factores que determinan: a) la tasa de acumulación de capital a un grado normal de utilización de la capacidad productiva existente; b) un análisis del fenómeno de exceso de capacidad productiva de largo plazo, y c) un análisis de la interacción entre demanda efectiva, ciclos, comercio internacional, utilización de la capacidad productiva y progreso tecnológico [Perrotini, 2002].

La ausencia de un análisis de este tipo en el enfoque del NCM, conduce a sus teóricos a sostener que cualquier incremento de la demanda agregada inducida por la expansión del gasto público deficitario genera efectos de desplazamiento que no modifican el nivel de producto y empleo en el largo plazo. Por tanto, se recomienda que la ejecución de la política fiscal sea neutral. Por el contrario, en los análisis heterodoxos que recogen las tesis centrales de Keynes [1936] y Kalecki [1977, 1985] sobre el principio de la demanda efectiva, como los de Steindl [1979], Arestis y Sawyer [2004a, 2004b, 2005, 2011], la expansión de la demanda agregada por la vía del déficit público, es un instrumento importante de la política económica para inducir el crecimiento económico. En otras palabras, la política fiscal activa o contracíclica es un instrumento fundamental en la estabilización del ciclo económico de largo plazo.

LA POLÍTICA FISCAL CONTRACÍCLICA Y LOS IMPULSOS FISCALES EN BRASIL, CHILE, COLOMBIA, MÉXICO Y PERÚ

Hasta la década de los setenta, la mayoría de los bancos centrales de América Latina operaban la política monetaria bajo el cumplimiento de los objetivos conjuntos de estabilidad monetaria y pleno empleo, y se asumía que el logro de estos objetivos debía contribuir

a suavizar el ciclo económico, en particular en la fase recesiva. De la misma forma, se procuraba que la estabilidad monetaria contribuyera a evitar variaciones bruscas de la tasa de interés real. Ello fue posible porque las medidas adoptadas para alcanzar la estabilidad de precios contribuyeron a mantener una tasa de crecimiento del producto y el empleo estables en el largo plazo. Esta concepción cambió radicalmente en los primeros años de la década de los ochenta, en el contexto de la crisis de la deuda externa, debido a que los gobiernos de las economías con elevados niveles de deuda externa, como las aquí analizadas, adoptaron políticas macroeconómicas de ajuste y estabilización de corte ortodoxo, esto es, basadas en la contracción de la demanda agregada interna para reducir las presiones inflacionarias.

El fracaso de esta política macroeconómica para contener las presiones por la vía de la recesión, fue el antecedente y la justificación para que, desde el inicio de la década de los noventa se introdujeran medidas para crear las condiciones jurídico-institucionales, macroeconómicas y financieras que permitieran posteriormente adoptar el modelo de metas de inflación del NCM.

Revisión de la literatura convencional

En la década de los noventa, se realizaron varios trabajos empíricos con el objetivo de demostrar los efectos desestabilizadores o procíclicos de la política fiscal. Considerando el objetivo del capítulo, solo se revisaron algunos de estos trabajos.

Una de las primeras investigaciones empíricas para demostrar los efectos desestabilizadores de la política fiscal discrecional para América Latina, fue la realizada por Gavin y Perotti [1997].⁴ De acuerdo con sus resultados, la política fiscal es altamente procíclica y, en consecuencia, desestabilizadora. Retomando el modelo

—— 4. Su muestra incluyó a Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Panamá, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela, para el periodo 1968-1995.

de Gavin y Perotti [1997], Catão y Sutton [2002] incluyen un indicador de los choques de los términos de intercambio,⁵ sus resultados ratifican los efectos desestabilizadores de la política fiscal demostrados por Gavin y Perotti.

Por su parte, Fatás y Mihov [2003] modelaron los determinantes institucionales y políticos de las políticas fiscales discrecionales y sus efectos sobre la volatilidad del crecimiento del producto, para una muestra de 91 países para el periodo 1960-2000.⁶ De acuerdo con sus resultados, la política fiscal discrecional provoca un fuerte efecto desestabilizador en la economía. En su trabajo de 2006 para Estados Unidos, estos autores encuentran que las reglas e instituciones desempeñan un papel central en la determinación de los efectos de la política fiscal discrecional, ya que, según sus resultados, las restricciones presupuestarias disminuyen la volatilidad de la política fiscal y reducen la sensibilidad de la política fiscal a los choques del producto.

Los estudios realizados por Alesina, *et al.* [1996] y Alesina, Campante y Tabellini [2008], en general, atribuyen el comportamiento desestabilizador o procíclico de la política fiscal a los gobiernos corruptos, lo que se refleja en la debilidad institucional. En el último de estos trabajos, se señala como factor explicativo impor-

— 5. Este indicador lo definen como la desviación en logaritmo de las series filtradas por Hodrick y Prescott de los términos de intercambio

— 6. Los 91 países se clasifican en tres grupos: países de la OCDE, ricos y pobres, 25 pertenecen a la OCDE. Los países ricos son los que registraron un PIB per cápita superior a los 9 000 dólares estadounidenses (percentil 30 superior) y los pobres los que registran un PIB per cápita menor a ese monto, durante la década de los noventa. Los países ricos están incluidos en la OCDE, excluyen a México y Turquía, y se incluye a Argentina, Hong Kong, Israel, Mauricio, Singapur y Trinidad y Tobago. Con el propósito de evitar que los resultados de las regresiones no estén controlados por valores atípicos, se realiza una regresión excluyendo de la muestra a los países que registraron durante el periodo de estudio, grandes cambios en la relación entre el gasto público y el PIB. Estos países son: Argentina, Burkina Faso, Bangladesh, Brasil, República Centroafricana, República del Congo, Egipto, Gabón, Guinea-Bissau, Indonesia, Israel, Marruecos, Mauritania, Malawi, Nigeria, Nicaragua, Papua Nueva Guinea, Ruanda, Senegal, Togo, Trinidad y Tobago, República Democrática del Congo, Zambia, Zimbabwe.

tante el comportamiento voraz de los votantes, quienes, según estos autores, buscan apropiarse de mayores recursos en periodos de bonanza mediante la mayor demanda de bienes públicos o esperando pagar menos impuestos, lo que provoca que los resultados de la política fiscal sean desestabilizadores o procíclicos.⁷ Sus principales resultados econométricos muestran que la política fiscal es contracíclica en los países desarrollados y procíclica en los países en desarrollo pero no de forma significativa. Se señala que la prociclicidad es más pronunciada en democracias corruptas debido a que los votantes racionales no confían en gobiernos corruptos con recursos

Los resultados del análisis realizado por Alesina y Ardagna [2009] muestran que el multiplicador fiscal es nulo e incluso negativo. Cabe señalar que estos resultados es una de las principales evidencias empíricas referidas por los teóricos del NCM para negar la capacidad de la política fiscal para estabilizar el ciclo económico y al mismo tiempo reforzar la eficacia de la política monetaria de metas de inflación para inducir la economía al pleno empleo.

En su investigación Mendoza y Oviedo [2006] utilizaron un modelo de política fiscal en economías pequeñas y abiertas con mercados incompletos calibrado para México, para evaluar los cambios en el gasto y la deuda públicos ante choques en la producción y en los ingresos públicos. Sus resultados arrojaron evidencia en tres sentidos: a) la existencia de una relación negativa no lineal entre la variabilidad de los ingresos fiscales y los índices promedio de deuda pública; b) una correlación positiva del balance primario con el ciclo económico, y c) que la ciclicidad del gasto público es mayor a la de gasto privado en un amplio margen.

— 7. El análisis de Alesina, Campante y Tabellini [2008], se basa en una muestra de 87 países, para el periodo de 1960-1999 con el fin de identificar por lo menos dos o tres ciclos para cada país. Se utilizan como indicador de ciclicidad de la política fiscal alternativamente el déficit fiscal, los ingresos y el gasto público como proporción del PIB. Las variables independientes son la brecha producto, la brecha de los términos de intercambio y el rezago del indicador fiscal, también se utiliza como variante de la brecha producto la tasa de crecimiento del PIB.

Un resultado adicional es que la segunda fuente importante de fluctuaciones son los precios de las materias primas (*commodities*), lo cual es entendible si consideramos que las exportaciones de las mismas constituyen una fuente importante de ingresos de los gobiernos de la mayoría de los países en desarrollo.

El último trabajo revisado es el realizado por Jiménez [2008], quien analiza la relación entre la política fiscal y el ciclo económico individualmente para Argentina, Brasil, Bolivia, Colombia, Chile, México, Perú, Uruguay y Venezuela, para el periodo 1990-2009. Uno de sus resultados muestra que las reformas fiscales que se iniciaron en la década de los noventa en América Latina, algunas de estas ligadas a la adopción del modelo macroeconómico de metas de inflación, como el equilibrio en las finanzas públicas, modificaron las características cíclicas de la política fiscal.

Críticas heterodoxas a la visión convencional

Las crisis cambiario-financieras de la década de los noventa, y posteriormente la gran crisis financiera internacional de 2007-2008, reabrieron el debate sobre la eficacia de la política fiscal para estabilizar el ciclo económico y, en consecuencia, inducir el crecimiento económico mediante el déficit público. A esta discusión contribuyeron las investigaciones empíricas realizadas bajo una perspectiva heterodoxa, una de estas investigaciones es la hecha por Jayadev y Konczal [2010]. Estos autores argumentan en su crítica a los resultados empíricos de los enfoques convencionales que sostiene que la política fiscal contracíclica es ineficiente para estabilizar el ciclo económico, que dichos resultados se derivan de análisis que no distinguen el efecto de la reducción del déficit entre una fase de recuperación y auge y una recesiva del ciclo económico. Otros trabajos empíricos, como los realizados por Ramey [2011], De Long y Summers [2012], Blanchard y Leigh [2013] y Auerbach y Gorodnichenko [2012a, b], refuerzan esta crítica, pues sus resultados empíricos arrojan nuevos valores para el multiplicado fiscal al distinguir

las fases del ciclo económico. En particular se han considerado los efectos recesivos de la economía mundial provocados por la crisis internacional de 2007-2008 y la crisis griega de 2011.

La tesis de la eficacia de la política fiscal contracíclica se ha reforzado con los trabajos empíricos de Arestis y Sawyer [2003], Allsopp y Vines [2005], Krugman [2005], entre otros, quienes analizan los efectos de la política fiscal concretamente en la fase recesiva del ciclo económico. En estos estudios se sostiene que, en general el gasto público puede compensar de forma más o menos rápida la reducción de la demanda agregada sin generar desequilibrios, porque la caída del gasto privado implica la subutilización de la capacidad productiva instalada. Bajo estas circunstancias, una política fiscal contracíclica evitaría que las fases recesivas se profundicen y, en consecuencia, se amplíen en el tiempo. Incluso en el caso poco realista en el contexto actual, de que los recursos estuviesen completamente utilizados (pleno empleo), la política fiscal activa puede influir en el progreso tecnológico, al inducir el desplazamiento de la frontera de producción mediante la expansión de la demanda efectiva. Esto último puede ser mediante la expansión del gasto público o mejorando la distribución del ingreso y alentando la inversión en innovación tecnológica mediante la política tributaria [Arestis y Biefang-Frisancho, 2000].

Cuantificación de los impulsos fiscales para Brasil, Chile, Colombia, México y Perú

De acuerdo con los enfoques heterodoxos, la política fiscal anticíclica debe operarse, tanto en la etapa expansiva, como en la recesiva del ciclo económico; esto es, en la etapa recesiva el gasto público deficitario debe aumentar y en la fase expansiva disminuir. Esto implica considerar previamente el inicio de la recuperación y del descenso de las fases de auge y recesión, respectivamente. Asimismo, debe considerarse que el manejo del gasto público deficitario es independiente del estado del balance de las finanzas

públicas y que, tanto los gastos como los ingresos públicos tienen componentes cíclicos y permanentes.⁸

Con el propósito de medir los efectos de las políticas fiscales contracíclicas en el sentido que se definió arriba, se recurrió al concepto de impulsos fiscales que mide la magnitud del gasto público real que crece por encima o por debajo de la tasa de crecimiento observada del producto (PIB) real [Alarco, 2006]. La magnitud del gasto público que crece por arriba del producto representa un impulso positivo real en comparación con el gasto privado cuya contracción motivó la expansión del gasto público. Este manejo del gasto público indica que el gobierno está aplicando una política fiscal contracíclica o anticíclica. Por el contrario, cuando el gasto público crece menos que el producto real representa un impulso negativo, lo que significa que el gobierno está aplicando una política procíclica.

Brasil. Baja inflación y desaceleración del crecimiento económico

La economía brasileña registra el mayor número de impulsos fiscales y de mayor magnitud en los años 1984-1989. Después de esos años hay presencia de impulsos, pero son de menor proporción y duración. En la gráfica 1 se observa que en 1982 se registró el mayor impulso negativo, de -10%, lo que es consistente con el entorno macroeconómico inestable caracterizado por el crecimiento y la hiperinflación generadas por la crisis de la deuda externa. Será hasta 1986 cuando se presente el mayor impulso fiscal, que fue de 13.4%. Después de estos picos en los impulsos fiscales, el primer periodo de impulsos altamente positivos se registra en los años

— 8. En el caso del gasto público, sus efectos sobre el ciclo económico dependerán de su naturaleza y estructura; algunos gastos son permanentes o independientes del nivel de la actividad económica (procíclicos), mientras que otros varían de forma inversa a los cambios en el nivel del producto e ingreso (anticíclicos). Respecto de los ingresos públicos, en general sus efectos son procíclicos, es decir, aumentan o disminuyen a medida que el producto aumenta o disminuye, respectivamente.

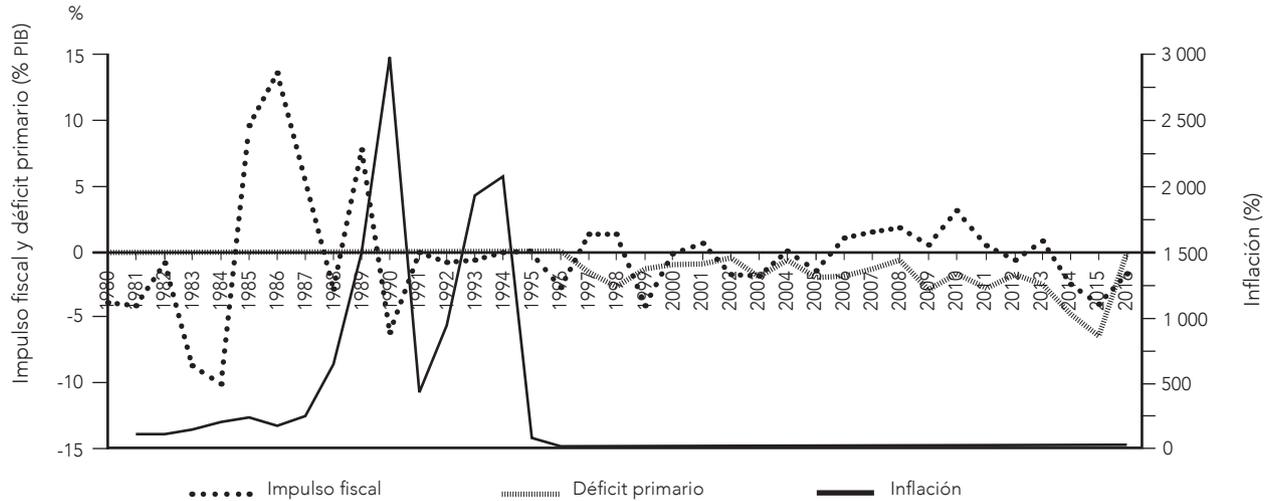
1988-1993, ya que el PIB creció a tasas superiores a 7%, muy por arriba de la tasa de 1%, promedio anual, registrada en el periodo 1982-1987.

Desde finales de los años noventa, el gobierno brasileño condujo su política económica, bajo un esquema de metas de inflación flexible, basada en el cumplimiento de tres principios macroeconómicos: a) no tolerancia con la inflación, b) responsabilidad fiscal, que implica mantener déficit fiscal bajo o tolerable, y c) flexibilidad cambiaria, respecto al margen de apreciación del tipo de cambio real. Bajo este escenario macroeconómico, se registra en los años 2004-2014 el segundo periodo de impulsos fiscales, aunque éstos son constantes su magnitud es más pequeña, comparados con los registrados en el periodo 1988-1993. Este comportamiento es resultado de la implementación en 1994 del Plano Real, que se fijó como objetivo macroeconómico prioritario el control de la inflación. Éste le permitió al gobierno asegurar la estabilidad macroeconómica y la confianza político-institucional; sin embargo, el crecimiento económico se fue alentando.

En 2004, se registra el impulso fiscal negativo de mayor magnitud, de -2.4%, y en 2010 se da un impulso positivo de 3.2%, relativamente alto si consideramos que a partir de 2001 la proporción de los impulsos es muy baja. A partir de 2005, bajo el primer gobierno del presidente Lula, la magnitud de los impulsos fiscales se elevó sin dejar de ser irregulares, este comportamiento se explica por la expansión de la demanda agregada inducida por el incremento de la inversión pública y las reformas que elevaron el ingreso y el consumo de más de la mitad de la población brasileña. A pesar del carácter irregular del crecimiento de la economía, permitió implementar políticas anticíclicas por primera vez en muchos años, para enfrentar los efectos de la crisis financiera internacional en 2008-2009.

En 2013, ante la decisión del gobierno de no revertir la estrategia de redistribución del ingreso por la vía de la expansión del

Gráfica 1
Brasil. Impulso fiscal, déficit e inflación



Fuente: Elaboración propia con datos de la CEPAL y el FMI.

gasto público y cumplir al mismo tiempo el objetivo de baja inflación, optó por elevar la tasa de interés para cumplir dicho objetivo. Ello desaceleró (“enfrió”) la demanda agregada y, en consecuencia, los impulsos fiscales se tornaron negativos; la economía brasileña registra un “frenazo” a partir del tercer trimestre de ese año.

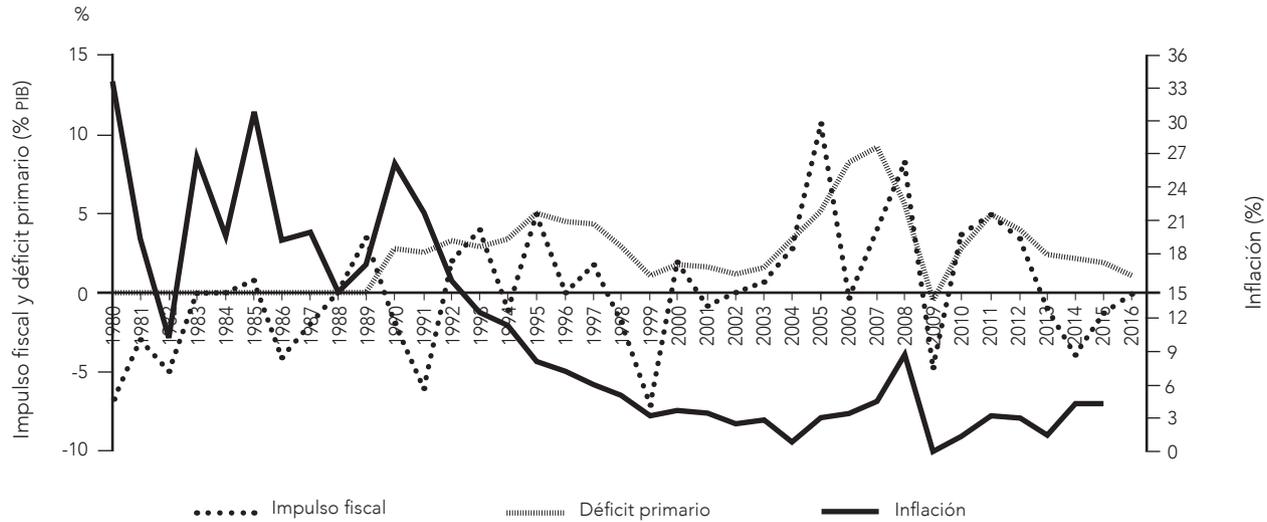
A partir de 2013, la economía ha registrado una fuerte caída de la actividad económica debido a la caída de la demanda del sector privado, con la consiguiente reaparición a partir de 2014, de los llamados “déficit trillizos”: déficit de la balanza comercial, déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y déficit fiscal.

Chile. Estabilidad macroeconómica y crecimiento económico

La economía chilena, al igual que la mayoría de las economías latinoamericanas, enfrenta en los primeros años de la década de los ochenta, inestabilidad financiera, recesión económica y presiones inflacionarias provocadas por la crisis de la deuda externa que estalla en la región en 1982. De la misma forma que las economías de la región, implementa políticas macroeconómicas de ajuste y estabilización de corte ortodoxa, por un lado, y por el otro, profundiza y acelera las reformas estructurales iniciadas desde la década de los setenta, bajo la dictadura militar de Augusto Pinochet, tendientes a profundizar la liberalización de la economía. En 1985, bajo un gobierno democrático, la economía chilena inicia un proceso de recuperación de su crecimiento inducido por incrementos importantes de la inversión pública y la expansión de las exportaciones.

La política fiscal activa, concretamente el incremento de la inversión pública, desempeñó un papel clave en el proceso de estabilización y crecimiento económico registrado en los años 1985-1998. En esos años, se registra el primer periodo de impulsos fiscales positivos, bajo una política fiscal que asumió como objetivos prioritarios estimular e inducir la inversión del sector privado y el incremento del ahorro doméstico, con el propósito de que la

Gráfica 2
Chile. Impulso fiscal, déficit e inflación



Fuente: Elaboración propia con datos de la CEPAL y el FMI.

inversión privada se convirtiera en el principal eje del crecimiento económico. Ello le permitió al gobierno reducir su gasto y, por tanto, elevar el ahorro público y reducir el déficit fiscal. El objetivo de crecimiento económico se cumplió, ya que el PIB creció a tasas mayores a 6%, en promedio anual, durante dicho periodo, lo que se reflejó en el dinamismo de los impulsos fiscales. Los mayores impulsos se presentaron en 1989 y 1993, que fueron de 4%, para ambos años; y el impulso negativo más grande se registró en 1991, de magnitud -6% (gráfica 2).

Este primer periodo de impulsos fiscales positivos fue resultado de la ejecución de la política fiscal activa como instrumento de estabilización y crecimiento de la economía mediante el impulso a la inversión privada, utilizando para ello las siguientes medidas: a) reducción del gasto fiscal de personal, previsión y transferencias; b) privatización de empresas públicas de buen desempeño y transferencias, y c) traspaso de excedentes fiscales al sector privado mediante rebajas de impuestos. A ello también contribuyó la adopción flexible del modelo de metas de inflación, pues, hasta la segunda mitad de la década de los noventa, se mantuvo una meta de inflación moderada para evitar que el cumplimiento de una tasa de inflación baja repercutiera negativamente en el crecimiento económico. Esto explica que, durante casi toda la década de los noventa, el balance fiscal efectivo registrara un superávit estable de casi 2%, como proporción del producto interno bruto.

El crecimiento pierde dinamismo a finales de 1998, debido a la caída del precio internacional del cobre, lo que obliga a reducir el gasto público, con la consiguiente desaceleración del crecimiento de la economía y la reaparición del déficit público. Esta debilidad macroeconómica que se mantiene durante 1999-2003, explica el carácter procíclico de la política fiscal. A finales de 2003, los términos de intercambio se recuperan con el incremento del precio internacional del cobre, lo que permite flexibilizar la política fiscal, concretamente elevar la inversión pública.

A pesar del debilitamiento del crecimiento económico en los años 1999-2003, podemos decir que el segundo periodo de impulsos fiscales se registra en los años 2000-2008, pues al impulso negativo de baja magnitud registrado en 2001 (-1%), en 2005 se registra un impulso fiscal positivo de 11%. Este crecimiento del PIB se reflejó en superávit fiscal, como proporción del PIB, mayores a los registrados en la década de los noventa.

Es importante señalar que la operación de la política fiscal chilena basa en una regla estructural ha desempeñado un papel clave en la estabilidad del crecimiento económico, inflación moderada y balance sostenible de sus finanzas públicas. La regla estructural aplicada es similar a las reglas usadas por economías avanzadas, pero adaptada a las características estructurales de la economía chilena. A saber, es una economía de un país en desarrollo exportador de materias primas, cuyos ingresos públicos están directamente determinados por las variaciones en el precio internacional del cobre, la principal materia prima de exportación. En consecuencia, ello también influye directamente en las fluctuaciones cíclicas del producto interno bruto.

En la última década, la aplicación más rigurosa del modelo de metas de inflación con el propósito de mantener baja la tasa de inflación y el déficit público, el gasto público se ha reducido drásticamente, en particular en inversión pública. Ello explica el debilitamiento de los impulsos fiscales en los años 2010-2016, y sólo se registraron impulsos positivos en los años 2010-2012, siendo el mayor de 5% en 2011, mientras que en los años 2013-2015 se registraron efectos negativos, y en 2016 el impulso fiscal fue de cero por ciento.

En la última década del presente siglo, teniendo como antecedente y contexto los efectos recesivos generados por la crisis financiera internacional de 2008 y la crisis griega de 2011, el gobierno chileno ha seguido la misma estrategia que las demás economías latinoamericanas, política fiscal procíclica y política

monetaria restrictiva para mantener la tasa de inflación baja. Los efectos recesivos de dicha estrategia son evidentes: en 2013 el PIB de Chile creció 4.2%, un punto y medio menos que en 2012, cuando fue 5.6%. En 2013, al igual que en el año anterior, pero con menor intensidad, el principal impulso provino de la demanda interna, que registró una expansión anual cercana a 3.9 por ciento.

Colombia. Política fiscal procíclica para la estabilidad monetaria

En la década de los ochenta, la economía de Colombia no registró impulsos fiscales positivos, como consecuencia de la profunda desaceleración de la actividad económica que generaron las medidas fiscales y monetarias altamente restrictivas. Como se ha venido mencionando, en esa década los gobiernos de las economías de América Latina fueron presionados por el FMI para aplicar políticas de ajuste y estabilización basadas en fuertes recortes del gasto público y elevadas tasas de interés, como estrategia macroeconómica para enfrentar la fragilidad financiera y reducir las presiones inflacionarias inerciales que generó la crisis de la deuda externa de los años 1982-1983.

Con algunas diferencias en el gradualismo de la aplicación de estas medidas, los resultados fueron los mismos: una fuerte recesión económica que en el corto plazo redujo los déficit comercial y fiscal y las presiones inflacionarias, cuyo resultado fue lo que se denominó la "década perdida" por el nulo, e incluso negativo, crecimiento de la actividad económica en la mayoría de las economías latinoamericana, durante la década de los ochenta.

Teniendo como antecedente la fragilidad macroeconómica, en 1991 la Asamblea Nacional Constituyente de Colombia otorga la autonomía a su banco central, el Banco de la República (BR), con el objetivo prioritario de combatir la inflación. Con esta decisión se inicia el tránsito hacia la adopción del esquema macroeconómico de metas de inflación, pues además de esa decisión se designa a la Junta Directiva del BR como autoridad monetaria,

cambiaria y crediticia. Estos cambios reducen de facto la participación del Presidente de la República en la toma de decisiones en esos ámbitos de la política económica.

En 1988, la economía colombiana registró un impulso fiscal positivo de 8%, para la década de los noventa, bajo la política macroeconómica que priorizó el control de la inflación, los impulsos fiscales se comportaron de forma irregular. En esa década se registra el primer periodo de impulsos fiscales positivos en los años 1992-1997, el impulso más alto fue de 51%, en 1994, mismo que para el siguiente año (1995) registró una drástica caída hasta 2%. A lo largo de los años 2000-2008, se presenta el segundo periodo de impulsos fiscales positivo, siendo el mayor de 10% en 2007, y solo se registró un impulso negativo de -2%, en 2003 (gráfica 3).

En 2010, el BR establece la meta de inflación en el intervalo de 2 a 4%, la estrategia para cumplir esa meta se sostiene principalmente en el constante incremento de la tasa de interés. Ello a pesar de la drástica caída de la actividad económica y del incremento de la tasa de desempleo. Al igual que la mayoría de las economías que adoptaron el esquema macroeconómico de metas de inflación, el “éxito” o “solidez institucional” del BR, ha implicado un menor crecimiento del producto y el empleo.

En este contexto, se registra el tercer periodo de impulsos positivos en los años 2010-2016, que al igual que el segundo periodo, su tendencia fue irregular, pero ahora dicha tendencia es claramente descendente y la magnitud de los impulsos negativos es mayor que en el periodo anterior. Los mayores impulsos positivos fueron de 8%, para 2010 y 2011; en 2014; se observa un impulso de 0%; y para 2015 y 2016 los impulsos son negativos, de -14 y 6%, respectivamente.

El comportamiento irregular y, por ende, la no sostenibilidad de los impulsos fiscales positivos en el periodo 2010-2016, que se presentan precisamente cuando se adopta una meta de inflación

Gráfica 3
Colombia. Impulso fiscal, déficit e inflación



Fuente: Elaboración propia con datos de la CEPAL y el FMI.

más restringida (2 a 4%), es resultado, por un lado, del endurecimiento de la política monetaria mediante incrementos contantes de la tasa de interés de referencia y, por el otro, de la reducción del gasto público en un contexto de bajo crecimiento del producto, e incluso nulo.

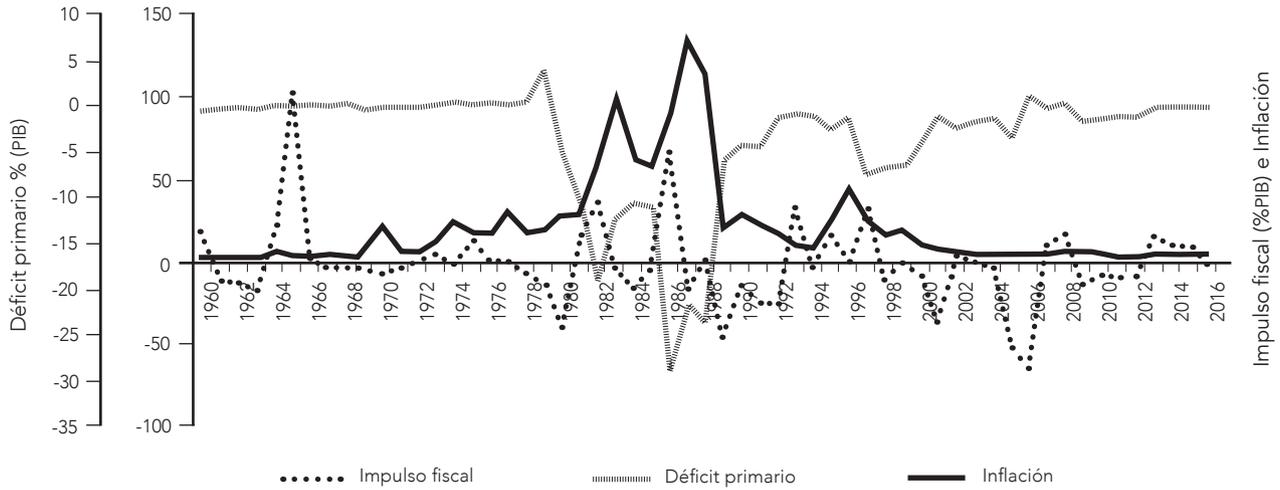
En general, en los años 2010-2016, la subordinación de la política fiscal al cumplimiento de la meta de inflación ha profundizado y alargado la fase recesiva del ciclo de la economía colombiana. A ello se sumaron los choques externos, como la variación de los precios de las materias primas y las secuelas de la crisis financiera internacional de 2008, así como la inestabilidad política que genera el problema del narcotráfico. En la gráfica 3 se muestra este comportamiento: baja inflación a partir de 2010, acompañada de un mayor déficit público primario como resultado de la drástica caída de los impulsos fiscales.

México. Del desarrollo estabilizador a la estabilidad monetaria sin crecimiento

En el caso de México, la disponibilidad de la información estadística permitió evaluar los impulsos fiscales para un periodo más largo de 1960 a 2016. En la gráfica 4 se observa que 1965 marca el agotamiento del modelo sustitutivo de importaciones que sostuvo la política económica que permitió el crecimiento estable y sostenido, que se registró en los años 1958-1970 conocido como desarrollo estabilizador porque la economía mexicana creció a tasas mayores a 5%, en promedio anual, acompañado de déficit público primario, como proporción del PIB, bajas tasas de inflación.⁹

— 9. En el agotamiento del dicho modelo de crecimiento se conjugaron factores internos y externos. Entre los primeros destaca la crisis del sector agrícola productor de granos básicos, como consecuencias de la reducción del gasto público en el segundo quinquenio de la década de los sesenta, justo cuando se agotó el efecto expansivo de la inversión pública realizada en los años 1936-1960, en grandes obras de infraestructura básica en el sector agrícola. Respecto a los factores externos, destaca el cambio en los flujos comerciales internacionales. En un contexto de sustitución de materias

Gráfica 4
México. Impulso fiscal, inflación, déficit primario



Fuente: Elaboración propia con datos de la CEPAL y el FMI.

A partir de 1965 el ciclo de la economía mexicana registra un comportamiento irregular, ya que las fases de crecimiento registran tasas bajas y su duración es corta, mientras que las fases de recesión son más prolongadas y profundas. Esta situación es evidente si consideramos que el impuesto fiscal de 102% que se registra en ese año se revierte drásticamente en 1966, al registrarse un impulso negativo de -13.3 por ciento.

La coordinación en México de las políticas fiscal, monetaria y financiera para el logro del objetivo de crecimiento estable y sostenido en los años 1958-1965, demuestra que la política fiscal contracíclica es un poderoso instrumento de la política económica para inducir el crecimiento del producto y el empleo. Ello se reflejó en la ampliación de la base tributaria y la reducción de las presiones inflacionarias por el lado de la oferta, lo que a su vez mejoró la distribución del ingreso, tanto por el menor efecto de la inflación sobre los salarios, como por el incremento de la productividad del trabajo. Además, la política de transferencias y subsidios contribuyó a mantener estable el poder de compra de los sectores sociales de la población.

En el sexenio 1971-1976, ante la fuerte polarización de la distribución del ingreso y los bajos ingresos públicos, y dada la necesidad apremiante de elevar el gasto público en general, pero sobre todo el gasto social, el gobierno tuvo que recurrir a la deuda externa para financiar el creciente gasto público. Así que, el ritmo de crecimiento del PIB registró una tendencia de "pare" y "siga" debido a la fragilidad de los ingresos públicos. De tal forma que, reaparecieron las presiones inflacionarias y el déficit fiscal, como proporción del

primas naturales, como el algodón y el yute, por materias sintéticas derivadas del petróleo, la caída de la demanda de materias de origen natural por las sintéticas condujo a la caída de sus precios internacionales, lo que repercutió en los ingresos del gobierno, ya que en ese entonces este tipo de exportaciones representaba una alta proporción de las exportaciones mexicanas totales. A ello se agregó la debilidad de los ingresos tributarios generada por las elevadas exenciones fiscales al sector empresarial

PIB, se elevó. A pesar de ello, el PIB creció a tasas de 3%, en promedio anual, como resultado de la expansión del gasto público deficitario.¹⁰ Este comportamiento nos permite sostener que la política fiscal contracíclica siguió funcionando como motor del crecimiento económico hasta 1976, año en que se devalúa el peso.

A pesar del lento crecimiento del producto y las presiones inflacionarias que se registran a partir de 1970, el déficit primario creció a un ritmo menor que la inflación, debido al incremento del gasto público financiado con deuda externa en los años 1970-1976. Al respecto, es importante señalar que la fuerte oposición del sector empresarial, en particular de los banqueros, a la reforma fiscal propuesta en estos años por el presidente Echeverría, desempeñó un papel importante en el incremento de la deuda externa y, por ende, en el deterioro de las finanzas públicas a lo largo de dicho sexenio.

En los años posteriores a 1977 y hasta 2016, los impulsos fiscales positivos han sido esporádicos y de corta duración, debido, tanto a factores internos como externos, o como resultado de periodos recesivos previos. En el caso del sexenio 1977-1982, los impulsos positivos fueron resultado de factores extraordinarios, como el incremento del precio internacional del petróleo y las bajas tasa de interés externas a las que se contrató deuda externa para financiar la explotación y exportación de petrolero, que dio origen al *boom petrolero*. Estas condiciones determinaron el crecimiento extraordinario de la economía mexicana en los años 1979-1982. La caída abrupta del precio internacional del petróleo y el incremento acelerado de las tasas de interés externas desde finales de 1981, revirtieron las condiciones internacionales que dieron origen al *boom petrolero*, lo que precipitó la crisis de la deuda externa en el segundo semestre de 1982.

——— 10. Al respecto, es importante señalar que la fuerte oposición del sector empresarial, en particular de los banqueros, a la reforma fiscal propuesta en estos años por el presidente Echeverría, tuvo un papel importante en el incremento de la deuda externa y, por ende, en el deterioro de las finanzas públicas a lo largo de dicho sexenio.

La crisis de la deuda externa dejó al descubierto la profundización de los desequilibrios estructurales históricos de la economía mexicana: inflación generada por las deficiencias en la oferta agregada, elevado déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y alto déficit presupuestal, al que se le sumó el déficit financiero derivado del pago de la deuda externa, pero ahora en el contexto económico de elevada fragilidad financiera generada por el excesivo endeudamiento externo.

A mediados de la década de los ochenta, se aceleraron las reformas estructurales iniciadas en 1983, tendientes a liberalizar la economía y, por tanto, reducir la participación del Estado en la economía. A partir de este año, y hasta 2016, se registran pocos impulsos fiscales, a excepción de los impulsos de 1986 (66%), 1993 y 1997 (31%, para ambos años), el resto de los impulsos positivos fueron de baja magnitud. Este comportamiento se da en el contexto macroeconómico de la aplicación de políticas de ajuste y estabilización ortodoxas (1983-1987), que conduce a la economía a una fuerte recesión, pues en 1986 el PIB real registra una tasa negativa (-3.75%), la tasa de inflación fue de 85%, inducida en gran medida por el incremento en los precios de los bienes y servicios públicos y el incremento del impuesto al valor agregado. Por su parte, el déficit primario alcanzó 28.8%, como proporción del PIB, para el mismo año, el mayor porcentaje durante todo el periodo de estudio. Sus efectos estabilizadores “positivos” sobre los precios, el déficit público y la balanza comercial se reflejaron casi de inmediato, pero de la misma forma, los efectos recesivos se hicieron presentes en el grave deterioro de las finanzas públicas, pues los efectos estabilizadores sobre los fundamentales macroeconómicos fueron resultado de la drástica caída de la actividad económica.

En la década de los noventa, bajo la adopción del esquema de metas de inflación que ha priorizado el control de la inflación en detrimento del crecimiento del producto y el empleo, y que

sujetó el ejercicio de la política fiscal contracíclica al principio de finanzas públicas “sanas”, la tendencia de los impulsos es muy irregular, y los ampulosos positivos son de muy baja magnitud, mientras que los negativos son profundos, como el registrado en 2006 (-64.8 por ciento).

Perú. Los retos de la dolarización de pasivos y la estabilidad monetaria

Durante la década de los ochenta, el sector público no financiero de Perú registró continuos y elevados déficit presupuestales que fueron financiados con recursos externos, principal fuente de financiamiento en el quinquenio 1980 y 1985, y de 1986 a 1990 con recursos internos, concretamente en el periodo. Considerando estos datos, podemos decir que la política monetaria adoptada en esa década, en general no estuvo determinada por la evolución de las necesidades financieras del sector público y el resultado de la balanza de pagos [Terrones y Nagamine, 1983].

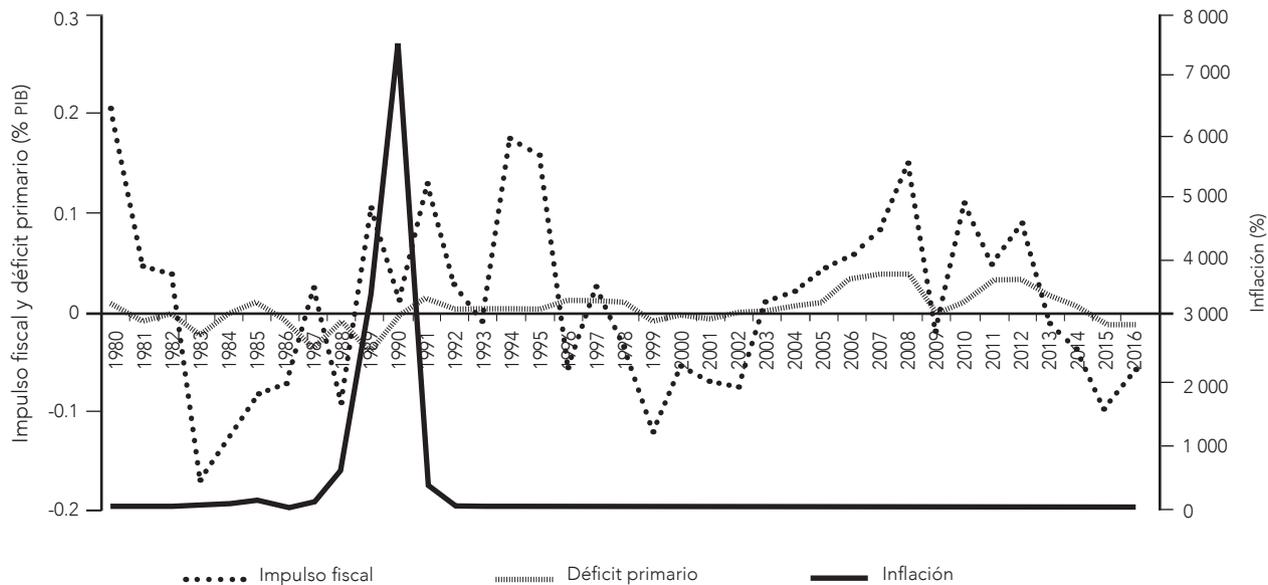
El hecho de que durante el quinquenio 1980-1985 se financiaran los crecientes déficit presupuestales principalmente con deuda externa, tendencia que ya se perfilaba en la década de los setenta, se debe, por un lado, a la exitosa política de reprogramación del servicio de la deuda externa y, por el otro, al interés de la banca comercial internacional de evitar la suspensión del pago de la deuda. Sin embargo, la irrupción de la crisis de la deuda externa en 1982, contrajo drásticamente la afluencia del financiamiento externo hacia Perú. Ello, aunado a la instrumentación de una política fiscal expansiva obligó al gobierno peruano a suspender en 1983 el servicio de su deuda pública. Esta decisión obligó al gobierno a recurrir al financiamiento interno, pero la inexistencia de un mercado para colocar títulos públicos en la magnitud que se requería para financiar el gasto público, el gobierno se vio obligado a recurrir primero a las reservas internacionales netas del Banco Central y posteriormente a la monetización del déficit presupuestario. Entre 1975 y

1988, la inflación creció a una tasa mayor a 20%, en promedio anual. Esta situación dio paso al proceso de marcada dolarización de la economía y un acelerado ritmo inflacionario que desembocó en la hiperinflación de finales de los ochenta. En 1986, la inflación fue de 62.9%, para 1987 la tasa era de 114.5%; entre julio de 1988 y agosto de 1999, la inflación se incrementó 43%, en promedio mensual.

En un contexto macroeconómico determinado por presiones hiperinflacionarias y alta dolarización de pasivos, en la década de los ochenta solo se registró un impulso fiscal positivo en 1980 (20.4%), que sería el más alto de todo el periodo de estudio (gráfica 5). Ello confirma que la economía peruana, al igual que en las otras cuatro economías analizadas, la década de 1980 fue una década perdida en términos del crecimiento económico. Para enfrentar las presiones inflacionarias y los elevados déficit presupuestal y de cuenta corriente de la balanza de pagos, en los años 1988-1989, el gobierno aplicó una política económica basada en reajustes de los precios controlados, restricciones cambiarias y modificaciones de la estructura impositiva. Ello agravó el proceso recesivo-inflacionario y la pérdida de reservas internacionales

En el primer semestre de 1990, los desequilibrios macroeconómicos se agravaron, la tasa promedio anual de inflación aumentó y, con ello, se profundizaron las distorsiones en los precios relativos. En 1991, como parte de la Carta de Intenciones firmada con el FMI, el gobierno se comprometió a bajar la tasa de inflación a la tasa de interés internacional, vigente en ese entonces. Dicho resultado no se alcanzó, sino hasta 1999. En 1993, se establece el compromiso de reducir la inflación a 27% para 1994, pero el resultado fue una tasa de 39.5%. En este marco, en 1992 la Ley Orgánica del Banco Central de Reserva de Perú (BCRP) y en 1993 la Constitución del Perú (1993) establecen que la política monetaria tiene el objetivo único de preservar la estabilidad monetaria. La anterior Ley Orgánica consideraba dos objetivos adicionales:

Gráfica 5
Perú. Impulso fiscal, déficit primario e inflación



Fuente: Elaboración propia con datos de la CEPAL y el FMI.

promover el crecimiento del producto, el ingreso y el empleo, y fomentar el desarrollo de un sistema financiero sólido.

En 1994, con el anuncio de los rangos objetivos de inflación Perú inicia el tránsito a la adopción estricta del esquema macroeconómico de metas de inflación, dichos objetivos se fueron reduciendo de forma acelerada: en 1994 el rango fue de 15.0-20.0; en 1999 fue de 5.0-6.0; en 2000 de 3.5-4.0; y para 2001 quedó en 2.5-3.5. La subordinación de la política fiscal al cumplimiento de estos objetivos de inflación, explican que a lo largo de la década de los noventa sólo se registraran dos impulsos fiscales positivos de magnitud considerable, en 1991 y 1994. Las fuertes medidas monetarias y fiscales restrictivas, que se instrumentaron para cumplir las metas establecidas, contrajeron el crecimiento económico, de tal forma que los impulsos fiscales negativos de la década de los 1990 se prolongan hasta 2002.

En el segundo quinquenio de la década de los 1990, ante el incremento del desempleo y el grave deterioro de los niveles de vida de los grupos sociales mayoritarios (extrema pobreza), provocados por la misma política fiscal restrictiva, en particular del gasto social, obligó al gobierno a flexibilizar el gasto público. Ello explica los impulsos positivos que se registran en los años 2003-2008, y posteriormente en 2010-2013.

En el caso de Perú, la política monetaria de metas de inflación le permitió romper la inercia hiperinflacionaria, pero no contribuyó a resolver el problema de la alta dolarización de pasivos. Además, al igual que en el caso de Brasil, Chile, Colombia y México, con sus diferencias, la estabilidad monetaria ha implicado un menor crecimiento económico y elevadas tasas de desempleo, lo que ha agudizado la concentración del ingreso y, en consecuencia, el deterioro del nivel de vida de las clases trabajadoras [Mihaljek y Tissot, 2003; Budnevich, 2002; Valdivia y Pérez, 2013].

A MANERA DE CONCLUSIÓN

El “éxito” de la política monetaria de metas de inflación en el logro de la estabilidad de precios en las cinco economías aquí analizadas, es relativo porque el mismo se ha sostenido en mayor o menor medida dependiendo del país, de la intervención esterilizada en sus mercados cambiarios. Ello implica el incremento de la deuda pública interna y la instrumentación de políticas fiscales procíclicas. Ambos mecanismos constituyen una fuente endógena de inestabilidad financiera y económica que deben ser consideradas. En el caso del incremento de la deuda interna, es una fuente potencial generadora de riesgos de tipo de cambio y tasa de interés que se harán presentes en el momento que se devalúa sus monedas locales. Por su parte, las medidas fiscales restrictivas o procíclicas han contribuido a profundizar el lento crecimiento de sus economías, con el consecuente incremento del desempleo y el deterioro del nivel de vida de los grupos sociales más vulnerables.

En las cinco economías analizadas, se observa una drástica reducción del déficit fiscal primario, incluso en algunos años se registran superávit primarios, pero el déficit global se ha incrementado de forma acelerada. En el caso de Chile, este déficit es más moderado comparado con los registrados por las otras cuatro economías, ello se debe, en parte, a la evolución y estructura de su deuda pública total. El caso de Brasil y México destaca por su elevado déficit global, resultado de la emisión de títulos gubernamentales para completar las operaciones de esterilización en el mercado cambiario y el manejo procíclico de la política fiscal, como estrategia para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación y un bajo déficit primario.

La ralentización del crecimiento económico, y en algunos casos, la prolongada recesión, que se manifestó en la profundización de los niveles de pobreza de los grupos sociales mayoritarios (extrema pobreza), obligó a los gobiernos de las cinco economías a fle-

xibilizar, en general la política fiscal a partir de 2000, en particular del gasto social, este fue el caso de Chile y Perú, y en menor medida Colombia, México y Brasil. Es importante destacar que Chile y Perú ha evitado que la estabilidad de precios obstruya el crecimiento económico, pero el caso de Perú es más complejo debido a su elevada dolarización de pasivos. México sobresale por el manejo altamente restrictivo y procíclico de la política fiscal, resultado de priorizar el cumplimiento de la meta de inflación. Esta economía es el caso más extremo de la aplicación de la política monetaria de metas de inflación, pues la estabilidad monetaria ha coexistido con un bajo e irregular crecimiento del producto interno bruto.

En los años 2009-2016, las cinco economías incrementaron el gasto público, concretamente el gasto de capital, para contener los efectos recesivos de la crisis financiera internacional de 2008, y evitar que la actividad económica se colapsara. 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 empresas, y se impulsó la construcción de vivienda de interés social como una estrategia para reactivar la economía por medio del sector de la construcción. Esta estrategia ya se había implementado en el año 2000, por algunos gobiernos de estos países, como el mexicano. 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 (electricidad, combustible, alimentos y transporte) de sectores sociales de bajos ingresos.

Bajo el modelo macroeconómico de metas de inflación no hay coordinación entre la política monetaria y el manejo discrecional de la política fiscal, esto es, no existe la posibilidad de que la primera no se “acomode” a la segunda; en consecuencia, se reducen

las posibilidades de eficacia de la política fiscal, pues la política monetaria reacciona con incrementos de la tasa de interés ante incrementos del gasto público deficitario. Así que, en la medida que la política macroeconómica priorice la estabilidad de los precios frente a la estabilidad económica, los multiplicadores fiscales serán bajos o nulos.

Los trabajos empíricos sobre el signo y dimensión de los multiplicadores fiscales aquí revisados, basados en marcos teóricos heterodoxos, muestran que una política monetaria que reaccione a un programa de impulso fiscal aumentará notablemente la eficacia de la política fiscal. Esto nos lleva a sostener que es necesaria la coordinación o articulación de las políticas fiscal y monetaria si se quiere maximizar el rendimiento de la primera, especialmente en momentos de recesión profunda o cuando la política monetaria no es capaz por sí misma de impulsar la economía, ya sea porque los tipos de interés se encuentren próximos a cero, o porque los mecanismos del crédito no funcionen adecuadamente.

BIBLIOGRAFÍA

- Alarco, T. Germán y P. del Hierro C. [2006], Lecciones de la política fiscal anticíclica norteamericana para América Latina, *Investigación Económica*, vol. LXV(255), enero-marzo, pp. 159-201, Facultad de Economía-UNAM, México
- Alesina, A.; F. Campante y G. Tabellini [2008], Why is fiscal policy often procyclical?“, *Journal of The European Economic Association*, MIT Press, vol. 6(5), pp. 1006-1036.
- Alesina, A. y G. Tabellini [2005], Why fiscal Policy Often Procyclical?, National Bureau of Economic Research, Working Paper 11600, septiembre.
- Alesina, A.; R. Hausmann, R. Hommes y E. Stein [1996], Budget institutions and fiscal performance in Latin America, NBER Working Paper 5586. Disponible en: <https://www.nber.org/papers/w5586.pdf>

- Alesina A. y S. Ardagna [2009], Large changes in fiscal policy: taxes versus spending, NBER Working Paper No. 15438.
- Allsopp, C. y D. Vines [2005], "The macroeconomic role of fiscal policy", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 21(4), pp.485-508.
- Krugman, P. [2005], Is fiscal policy poised for a comeback?, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 21 (4), pp. 515-523.
- Angeriz, A. y P. Arestis [2005], The consensus view on interest rates and fiscal policy: reality or innocent fraud?, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 31(4), pp. 567-586.
- Aso, P. F.; G. A. Kahn y R. Leeson [2010], The Taylor rule and the practice of Central Banking. Disponible en SSRN:<https://ssrn.com/abstract=1553978> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1553978>
- [2007], "The Taylor rule and the transformation of monetary policy", Research Working Paper, RWP 7-11, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Arestis, P. y M. Sawyer [2011], Economic theory and policies: New directions after Neo-Liberalism, en P. Arestis y M. Sawyer (eds.), *New Economics as Mainstream Economics*, Annual Edition of International Papers in Political Economy, Houndmills, Basingstoke, Palgrave Macmillan
- [2008a], "The new consensus macroeconomics: an unreliable guide for policy". *Revista Análise Econômica*, vol. 26(50), pp. 275-295.
- [2008b], A critical reconsideration of the foundations of monetary policy in the new consensus macroeconomics framework, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 32(5), pp. 761-779.
- [2005], "New consensus monetary policy: an appraisal", en P. Arestis y M. Sawyer, *The new monetary policy: Implications and relevance*, Edward Elgar, Cheltenham, Reino Unido.
- [2004a], Fiscal policy: a potent instrument, *The New School Economic Review*, núm.1, pp. 21-32.
- [2004b], "On the effectiveness of monetary policy and of fiscal policy", *Review of Social Economy*, vol. 62(4), pp. 441-463.
- [2003a], Inflation targeting: A critical appraisal, *Working Paper 388*,

- The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.
- [2003b], “Reinventing fiscal policy”, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol 26(1), pp. 3-25.
- Arestis, P. y M. I, Biefang-Frisancho [2000], “Capital stock, unemployment and wages in the UK and Germany”, *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 47(5), pp. 487-503.
- Auerbach, A y Y. Gorodnichenko [2012a], “Fiscal multipliers in recession and expansion”, *Fiscal policy after the financial crisis*, NBER, pp. 63-98.
- [2012b], “Measuring the output responses to fiscal policy”, *American Economic Journal*, vol. 4(2), pp. 1-27.
- Barro, R. [1979], On the determination of the public debt, *The Journal of Political Economy*, vol. 87(5), pp. 940-971.
- Barro, R. J. y D. B. Gordon [1983], “Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy”, *Journal of Monetary Economics*, núm. 12, pp. 101-21.
- Ball, L. and N. Sheridan [2003], “Does inflation targeting matter?”, *NBER Working Paper Series*, núm. 9577.
- Ball, L. [2000], “Policy rules and external shocks”, *NBER Working Papers* núm. 7910, *National Bureau of Economic Research*, Inc.
- Ball, L. [1999], “Policy rules for open economies”, en J.B. Taylor (ed.), *Monetary policy rules*, Chicago, University of Chicago Press, pp. 127-156.
- Bernanke, B. S., y M. Gertler [2001], “Should Central Banks respond to movements in asset prices?”, *The American Economic Review*, vol. 91(2), pp. 253-257.
- Bernanke, B. S., M. Gertler, y S. Gilchrist [1999], “The financial accelerator in a quantitative business cycle framework”, en J. Taylor y M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*. Elsevier
- Bernanke, B. S. y F. S. Mishkin [1997], “Inflation targeting: A new framework for monetary policy?”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11(2), pp. 97-116.

- Blanchard, O. y D. Leigh [2013], "Growth forecast errors and fiscal multipliers", NBER Working paper 18779.
- Blinder, A. S. [2000], "Central-Bank credibility: Why do we care? How do we build it?", *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 90(5), pp. 1421-1431.
- ____ [1998], *Central banking in theory and practice*, Cambridge, MA, MIT Press.
- ____ [1997], "A core of macroeconomic beliefs, *Challenge*, pp. 36-44.
- Bofinger P. y T. Wollmershaeuser [2001], "Managed floating: understanding the New International Monetary Order", Centre for Economic Policy Research, *Discussion Paper* 3064.
- Budnevich L., C. [2002], "Countercyclical fiscal policy: A review of the literature, empirical evidence and some policy proposals", *Working Paper Discussion* 41, World Institute for Development Economics (UNU-WIDER).
- Calvo, G y C. Reinhart [2002], "Fear of floating", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117(2), pp. 379-408.
- ____ [2000], "When capital flows come to a sudden stop: Consequences and policy", Munich Personal RePEc Archive (MPRA). Disponible en https://mpra.ub.uni-muenchen.de/6982/1/MPRA_paper_6982.pdf
- Calvo, G.; E. Fernández- Arias; E. Talvi, y C. Reinhart [2001], "Growth and external financing in Latin America", Banco Interamericano de Desarrollo, Working paper 457
- Calvo, G.A., y E. Fernández-Arias [2000], "The new features of financial crises in emerging markets", en E. Fernández-Arias y R. Hausmann (eds.) *Wanted: World Financial Stability*, Washington, DC, Inter-American Development Bank.
- Calvo, G.A.; L. Leiderman, y C. Reinhart [1993], "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors". IMF Staff Papers, vol. 40(1), pp. 108-51.
- Catão, L., y B. Sutton [2002], "Sovereign defaults: The role of volatility.", IMF Working Paper WP/02/149.
- Chang, Ha-Joon [1996], *El papel del estado en la economía*, Editorial Ariel. México.

- Chick, V. [1993], "The evolution of the banking system and the theory of monetary policy", en S. F. Frowen (ed.), *Monetary theory and monetary policy. New tracks for the 1990s*, Londres, Macmillan, pp. 79-92.
- Clarida, R., J. Galí, y M. Gertler [1999], "The science of monetary policy: A new keynesian perspective", *Journal of Economic Literature*, vol. 37(4), pp. 1661- 1067.
- Clarida, R., J. Galí, y M. Gertler [1998], "Monetary policy rules in practice: Some international evidence", *European Economic Review*, vol. 42(6), pp. 1033-1067.
- De Long J.B. y H. L. Summers [2012], "Fiscal policy in a depressed economy". disponible:http://larrysummers.com/wpcontent/uploads/2012/10/2012_spring_BPEA_delongsummers.pdf
- Fatás, A. y I. Mihov [2003], "The case for restricting fiscal policy discretion", *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford University Press, vol. 118(4), pp. 1419-1447.
- Frenkel, R. [2007], "La sostenibilidad de la política de esterilización", documento de trabajo, 17, Buenos Aires, Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina.
- [2006], "An alternative to inflation targeting in Latin America: Macroeconomic policies focused on employment", *Journal of PostKeynesian Economics*, vol. 28 4), Armonk, M. E. Sharpe, pp. 573-591.
- Friedman, M. [1977], "Nobel lecture: Inflation and unemployment", *Journal of Political Economy*, vol. 85(3), pp. 451-72.
- [1968], "The role of monetary policy", *The American Economic Review*, vol. LVIII (1), pp. 1-17.
- Galbraith, J. [2008], "El colapso del monetarismo y la irrelevancia del nuevo consenso monetario", *Revista electrónica Ola Financiera*, vol. 1(1) septiembre-diciembre, 2008.
- Gavin, M. y R. Perotti, [1997], "Fiscal policy in Latin America", *National Bureau of Economic Research Macroeconomic Annual*, vol. 12, pp. 11-72.
- Goodfriend, M. [2000], "Maintaining low inflation: Rationale and reality, en M. Blejer; A. Ize; A. Leone, y S. Werlang (eds.), "Inflation targeting in practice", IMF.

- Goodfriend, M. y R. King [1997], "New Neoclassical Synthesis and the pole of monetary Policy", *NBER*, Ben S. Bernanke y Julio J. Rotemberg (ed.) *Macroeconomics Annual*, vol. 12, pp. 231-296
- Hüfner, F. [2004], "Foreign exchange intervention as a monetary policy instrument. Evidence for inflation targeting countries, *Economic Studies*, Centre for European Economic Research.
- Jayadev, A. y Konczal, M. [2010], "The boom not the slump: the right time for austerity", Economics Faculty Publication Series, *ScholarWorks*, University of Massachusetts Boston, disponible en https://scholarworks.umb.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1026&context=econ_faculty_pubs
- Jiménez, J. P. [2008], "Política fiscal y crisis en América Latina", *Revista Asturiana de Economía*, 42.
- Kaldor, N. [1970], "The new monetarism", *Lloyds Bank Review*, núm. 97, julio, pp. 1-18.
- [1982], *The scourge of monetarism*, Oxford; Oxford University Press.
- Kalecki, M. [1985], *Teoría de la dinámica económica*, Fondo de Cultura Económica, México.
- [1977], *Ensayos escogidos sobre dinámica de la economía capitalista*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Keynes, J. M. [1936], *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, versión en español del Fondo de Cultura Económica, México.
- Kydland, F. E. y Prescott, E. C. [1977], "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans", *The Journal of Political Economy*, vol. 85(3), pp. 473-492.
- Lerner, Abba P. [1943], "Functional finance and the federal debt", *Social Research*, Vol. 10(1), pp. 38-51.
- [1947], Money as a creature of the State, *American Economic Review*, vol. 37(2), pp. 312-17.
- Mántey, G. [2009], "Intervención esterilizada en el mercado de cambios en un régimen de metas de inflación: la experiencia de México", *Investigación Económica*, vol. 68, número especial, Facultad de Economía-UNAM, pp. 47-78.
- McCallum, B. T. [2001], "Monetary policy analysis in models without mo-

- ney", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 83 (4), pp. 145-159.
- Mendoza, E. y M. Oviedo, [2006], "Fiscal policy and macroeconomic uncertainty in developing countries: The tale of the tormented insurer", NBER *Working Paper* 12586.
- Mihaljek, D. y B. Tissot [2003], "Fiscal positions in emerging economies: central banks perspective", *BIS Working Papers*, 20, pp. 10-37.
- Palley, T. [2014a], "Money, fiscal policy and interest rates: A critique of modern monetary theory", *Review Political Economy*, pp. 1-23
- [2014b], "Milton Friedmans economics and political economy: an old keynesian critique", *Working Paper*, 134, Macroeconomic Policy Institute (IMK) at the Hans Boeckler Foundation.
- [2015], "The critics of modern money theory (MMT) are right", *Review Political Economy*, pp. 45-61.
- Padoa-Schioppa T. [1994], *Adapting Central Banking to a changing environment*, FMI, Washington.
- Perrotini, H. I. [2007], "El nuevo paradigma monetario", *ECONOMÍAunam*, vol. 4(11), México, pp. 64-82.
- [2002], "Crecimiento y demanda efectiva en economía abierta", *Investigación Económica*, vol. LXII(241), julio-septiembre, pp. 185-192.
- Ramey, V. [2011], "Can government purchases simulate the economy?", *Journal of Economic Literature*, pp. 673-685.
- Romer, D. [2000], "Keynesian macroeconomics without the LM curve", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14 (2), pp. 149-169.
- Steindl, J. [1979], "Madurez y estancamiento del capitalismo norteamericano", Editorial Siglo XXI, México.
- Svensson, L. E. O. [2000], *Open-economy inflation targeting*.
- [1999], "Price-level targeting versus inflation targeting: A free lunch", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. (31), pp. 277-
- Taylor, J.B. [2001], "The role of the exchange rate in monetary-policy rules", *American Economic Review*, Papers and Proceedings, vol. 91(2), pp. 263-267.
- [2000a], "Uso de reglas de política monetaria en economía de mer-

- cado emergente”, Documento presentado en la conferencia por el 75 aniversario del Banco de México, “Estabilización y política monetaria: la experiencia internacional”, realizada en noviembre 14 y 15 de 2000
- Taylor, J. B. [2000b], “Teaching modern macroeconomics at the principles level”, *American Economic Review*, vol. 90 (2), pp. 90-94.
- [1999a], (ed.), *Monetary Policy Rules*, Chicago y Londres, The University of Chicago Press.
- [1999b], “A historical analysis of monetary policy rules”, en J. B. Taylor (ed.) *Monetary Policy Rules*, Chicago y Londres, The University of Chicago Press, pp. 319-341.
- [1993], “Discretion versus policy rules in practice,” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, pp. 195- 214.
- Terrones, M. E. y J. Nagamine [1983], “Reorientación de la política monetaria en el Perú: avances y problemas”. *Notas para el Debate*, GRADE, octubre, disponible en: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1970172>
- Thirlwall, A. P. [2003], *La naturaleza del crecimiento: un enfoque alternativo para comprender el funcionamiento de las naciones*, Fondo de Cultura Económica, México
- Valdivia, D., y D. Pérez [2013], “Dynamic economic and coordination on fiscal – monetary policies in Latin America: Evaluation through a DSGE model”, Munich Personal RPEc Archive (MPRA), octubre, disponible en: https://mpra.ub.uni-muenchen.de/51562/1/MPRA_paper_51562.pdf